



Università Cattolica del S. Cuore
LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2002

Rapporto redatto nel mese di **giugno 2002** da:

Piero Giarda (responsabile), Maria Flavia Ambrosanio, Mario Anolli, Angelo Baglioni, Alberto Banfi, Domenico Delli Gatti, Rossella Locatelli, Marco Lossani, Laura Nieri, Arturo Patarnello, Giacomo Vaciago, Giovanni Verga.

con la **collaborazione** di: Stefano Corona, Roberto Fratter e Maurizio Marchiori.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili a fine giugno 2002.



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

proff. P.GIARDA (responsabile), F. CESARINI,
G. MAZZOCCHI, P. RANCI, G. VACIAGO



INDICE

SINTESI	pag. I
CON IL FRENO A MANO TIRATO	“ 1
1 – LA CONGIUNTURA ECONOMICA E LA CONVERGENZA NELL’AREA DELL’EURO	“ 3
1.1 Il quadro congiunturale 2001-2002	“ 3
1.2 A che punto siamo del ciclo europeo?	“ 6
1.3 La convergenza macroeconomica all’avvio dell’UME	“ 8
1.4 La divergenza ciclica nei primi anni dell’UME: 1998-2001	“ 12
2 – LA FINANZA PUBBLICA NELL’AREA DELL’EURO	“ 16
2.1 Indicatori di bilancio nei Paesi europei (2000-2003)	“ 16
2.2 L’evoluzione della spesa pubblica	“ 21
2.3 Conclusioni	“ 26
3 – LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D’INTERESSE	“ 28
3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi	“ 29
3.2 I tassi di mercato, le aspettative e il cambio	“ 32
3.3 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse	“ 42
3.4 Le previsioni dei tassi bancari	“ 49
3.5 Il passaggio dalle valute nazionali all’euro - effetto su liquidità e prezzi	“ 52
4 – L’INTERNAZIONALIZZAZIONE DEI SISTEMI BANCARI	“ 56
4.1 Il grado di internazionalizzazione: le possibili definizioni	“ 56
4.2 Le tendenze dell’internazionalizzazione dei sistemi bancari	“ 58
4.3 I prestiti bancari internazionali	“ 60
4.4 Le partecipazioni bancarie sull’estero: aspetti quantitativi e aree geografiche di espansione	“ 63
5 – VERSO IL MERCATO FINANZIARIO UNICO IN EUROPA	“ 71
5.1 I passi compiuti dal 1999	“ 72
5.2 La situazione al giugno 2002	“ 77



6 – STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO	“ 79
6.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali	“ 79
6.2 La gestione del risparmio	“ 81
6.3 Alcune dinamiche evolutive nell’industria del risparmio gestito	“ 84
6.4 Gli scambi di titoli quotati	“ 89

SINTESI

La congiuntura economica e la convergenza nell'area dell'Euro – Il contesto congiunturale internazionale nella prima parte del 2002 si presenta caratterizzato dall'avvio dell'inversione ciclica negli Stati Uniti di misura incerta e sostenuta per il momento solo dalla ricostituzione delle scorte, poiché gli investimenti vengono ancora frenati dalla presenza di capacità produttiva inutilizzata, mentre sui consumi privati permane l'incognita relativa al potenziale effetto ricchezza negativo della contrazione dei corsi azionari. Nell'area Euro, invece, le indagini sul grado di fiducia delle imprese e l'andamento del PIL nel primo trimestre sembrano indicare come prossima l'inversione ciclica, presumibilmente nella seconda parte dell'anno in corso. Perché tuttavia questi segnali incoraggianti si è traducano in dati confortanti, occorre che si consolidi la ripresa negli Stati Uniti e che la trasmissione internazionale della ripresa dagli Stati Uniti all'Europa non subisca interruzioni.

Il capitolo propone inoltre una breve analisi sul grado di convergenza delle economie dei paesi appartenenti all'unione monetaria, dalla quale emerge come la convergenza macroeconomica che aveva accompagnato l'avvio dell'unione si è andata trasformandosi nel corso dei primi tre anni in una sostanziale divergenza ciclica, con situazioni di surriscaldamento a livello locale che la politica monetaria unificata non appare in grado di risolvere.

La finanza pubblica nell'area dell'Euro– L'analisi della recente evoluzione dei conti pubblici in Italia e nei Paesi dell'Unione Europea evidenzia per il 2001 un aumento dell'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche che è risultato anche, più elevato rispetto ai valori obiettivo indicati nei Programmi di stabilità. L'Italia fa eccezione, avendo registrato un'ulteriore riduzione del rapporto indebitamento netto/PIL, grazie soprattutto all'adozione di misure una tantum (operazioni di cartolarizzazione e anticipi di riscossione di imposte).

I bilanci pubblici dei Paesi europei hanno risentito da un lato del rallentamento della crescita economica nell'area Euro (crescita che le politiche fiscali nel corso del 2001 hanno contribuito a sostenere con un orientamento moderatamente espansivo) e dall'altro degli effetti delle politiche discrezionali di riduzione della pressione fiscale poste in essere nel 2000.

La politica di bilancio continuerà comunque ad avere come obiettivo la riduzione della quota in percentuale di PIL: stanti gli avanzi primari che tutti i Paesi europei sono riusciti a conseguire negli ultimi anni, il pericolo maggiore risiederà essenzialmente nella sostenibilità nel lungo periodo della spesa pensionistica, i cui maggiori oneri futuri dovranno essere più che bilanciati dalla riduzione della spesa per interessi (connessa al processo di riduzione del debito pubblico).

La congiuntura monetaria e i tassi di interesse – Nonostante il tasso di rifinanziamento principale sia rimasto da novembre invariato al 3,25%, agli inizi di giugno lo stato della politica monetaria in Europa è stato definito dalla BCE “vigile” e non più “appropriato”, sottintendendo l’eventualità di una modifica dei tassi di policy (anche se il recente rafforzamento dell’euro, i dati preliminari sull’inflazione di giugno - 1,7% - e la crisi dei mercati azionari potrebbero indurre la BCE a non intervenire in tempi ravvicinati). Le aspettative sui tassi ufficiali, così come incorporate nei tassi impliciti a 1 mese di fine giugno (storicamente l’andamento dell’Euribor a 1 mese e del Repo sono sempre risultati legati fra loro), segnalano a loro volta attese di un incremento nell’ordine di 75-100 punti base nei prossimi 12 mesi.

Per quanto riguarda i principali aggregati creditizi, il primo quadrimestre 2002 si è caratterizzato per due tendenze contrapposte: da un lato, il permanere di una crescita sostenuta della raccolta bancaria, trainata soprattutto dalla componente a vista e dalle obbligazioni, e dall’altro, l’ulteriore rallentamento della dinamica dei prestiti, i cui tassi di variazione si mantengono comunque al di sopra dei valori medi rilevati per la UE-12. Nel medesimo periodo la struttura dei tassi bancari non ha mostrato variazioni significative, coerentemente con la sostanziale stabilità dei rendimenti di mercato a breve termine.

A sei mesi dalla sostituzione dell’euro alle monete nazionali, i primi consuntivi evidenziano una riduzione dello stock di circolante su livelli inferiori alla media degli ultimi anni. I dati statistici indicano inoltre che l’impatto sull’inflazione imputabile al cambio delle monete appare modesto.

L’internazionalizzazione dei sistemi bancari – Viene proposto un approfondimento delle più recenti politiche di internazionalizzazione seguite dai sistemi bancari europei, con l’obiettivo di mettere a fuoco le differenze nei modelli ma soprattutto nelle direttrici geografiche di sviluppo estero. I processi di internazionalizzazione sono stati esaminati in primo luogo come attività di raccolta e impiego *cross-border* (attività che appare relativamente modesta se raffrontata con le dimensioni ed i ritmi dei processi di consolidamento interni), unitamente all’evoluzione della composizione dei portafogli prestiti verso prenditori non residenti.

Sono stati inoltre analizzati gli investimenti diretti all’estero. I modelli di espansione appaiono alquanto differenziati, in funzione delle dimensioni e delle vocazioni aziendali, a parte una decisa prevalenza di acquisizioni di società non bancarie. In questo scenario il grado di apertura del sistema italiano appare relativamente ridotto, concentrato soprattutto nell’area euro e nell’est europeo.

Verso il mercato finanziario unico in Europa – Il processo di integrazione finanziaria, finalizzato alla creazione di un mercato unico degli strumenti e dei servizi finanziari secondo le linee-guida contenute nel *Financial Services Action Plan* (FSAP) del maggio 1999, è in pieno svolgimento. Ma, nonostante la priorità riconosciuta dalle autorità europee, lo sforzo di armonizzazione delle regolamentazioni dei singoli paesi incontra non poche difficoltà, dovute anche alla

complessità del processo decisionale delle istituzioni comunitarie. Per agevolare il raggiungimento di risultati concreti in tempi rapidi, il Consiglio europeo ha incaricato un gruppo di “saggi” di individuare modalità specifiche per l’approvazione di nuove regole comunitarie in ambito finanziario (Rapporto Lamfalussy del febbraio 2001).

Nel capitolo viene riportato, oltre ad una illustrazione dei tratti essenziali del processo di armonizzazione in atto, un quadro aggiornato dello stato di avanzamento nell’elaborazione delle nuove regole, secondo le indicazioni del sesto Rapporto della Commissione europea sull’attuazione FASP del giugno 2002.

Strumenti finanziari e gestione del risparmio – L’evoluzione del mercato degli strumenti finanziari nei primi 5 mesi del 2002 ha confermato la tendenza emersa nel 2001 e connessa con il perdurante ribasso dei corsi azionari: basso ricorso delle imprese al mercato del capitale di rischio; accentuata contrazione del numero di nuove società quotate in borsa; sostanziale stagnazione del volume di scambi di titoli quotati.

La disaffezione degli investitori verso gli strumenti con profilo di rischio non nullo è dimostrata anche dal continuo drenaggio di risorse subito dai fondi comuni di diritto italiano, e dal trasferimento di risorse, all’interno di tale comparto, verso i fondi di liquidità (giunti a rappresentare circa il 15% del patrimonio complessivo). Rimane invece ancora limitata la diffusione presso le famiglie di prodotti con finalità previdenziali.



CON IL FRENO A MANO TIRATO*

L'economia mondiale si avvia alla ripresa, ma le borse vanno male. Questo paradossale contrasto - emerso nei primi mesi dell'anno - merita di essere considerato da due punti di vista: le possibili spiegazioni, le probabili conseguenze.

Delle cause, molto è stato detto. Si confrontano tre principali spiegazioni: terrorismo, bolla, *enronite*. Esaminiamo brevemente ciascuna. Il terrorismo fa riferimento a tutti i rischi che ancora si corrono nell'incerta guerra ai terroristi e agli Stati che li proteggono. Dopo l'11 settembre 2001 e la dichiarazione di "guerra al terrorismo" fatta dall'Amministrazione Bush, i successi conseguiti sono stati modesti. E d'altra parte, lo stesso Presidente USA ha parlato di guerra di lungo periodo. Quasi ogni giorno, siamo "bombardati" da allarmi e gli attentati minacciati e/o sventati sono ancora all'ordine del giorno. Insomma, non è questo il clima migliore perché l'economia mondiale cresca e perché la redditività attesa degli investimenti aumenti. Non a caso, si registrano accresciute preferenze per beni rifugio, come l'oro!

La spiegazione "bolla" fa invece riferimento ad una ragione distinta: nonostante il calo delle quotazioni di borsa, i prezzi delle società quotate sono ancora irragionevolmente elevati rispetto al prevedibile andamento dei profitti nei prossimi anni. Ciò equivale a riconoscere che la "bolla" degli anni scorsi non si è ancora pienamente ridimensionata. Questa convinzione continua a pesare sui mercati, che quindi correggono le quotazioni verso il basso ad ogni "notizia" non particolarmente ottimistica.

La terza spiegazione origina dallo scandalo Enron (aggravato dalla vicenda Worldcom) ed ha una portata potenzialmente ancora più grave perché è una storia, non confinata ad una sola società, di truffe; di bilanci non veritieri; di società di revisione e consulenza che imbrogliavano, e così via. Ciò che seriamente minaccia la reputazione della borsa finisce con l'allontanare gli investitori, dirottandoli verso investimenti più tranquilli, come titoli di stato e immobili. Ciò che d'altra parte preoccupa è che le reazioni al caso Enron sono state finora soprattutto giudiziarie e poliziesche, ma non hanno coinvolto istituzioni e regole. Servono interventi più sistemici per ripristinare sufficiente fiducia.

* A cura di G. Vaciago.



Se queste sono le principali spiegazioni della debolezza della Borsa, che pur originando soprattutto a Wall Street poi contagia rapidamente le altre borse mondiali, è chiaro che non si avranno rimedi rapidi e sufficienti. Dobbiamo quindi sapere che anche nel resto dell'anno la condizione dei mercati azionari non sarà di sostegno, ma di freno, alla ripresa economica.

Nel giro di due anni, abbiamo avuto un enorme aumento del costo del capitale, cui si sono aggiunti - ma il buon senso delle Banche centrali ha poi prevalso - continui timori di prossimi aumenti dei tassi di interesse. In Europa, abbiamo fatto ancora di peggio: un'interpretazione molto restrittiva del "Patto di stabilità e crescita" ha indotto le autorità di Bruxelles e di Francoforte a continui allarmi sullo sconfinamento dei deficit pubblici, con pressanti richieste di interventi restrittivi.

A questo punto, il fatto che nonostante tutto l'economia continui sulla strada della ripresa sembra un vero miracolo! Tra quotidiani allarmi di attacchi terroristici e quotidiani allarmi sugli "eccessivi" deficit pubblici, il fatto che famiglie e imprese continuino tranquillamente a spendere, e il PIL e l'occupazione aumentino, è l'unica vera buona notizia.

Naturalmente, tutto ciò significa che l'intensità della ripresa economica rimarrà modesta, e che i timori di ricaduta nella recessione resteranno con noi per il resto dell'anno. Rimarrà soprattutto molto difficile disegnare la migliore politica economica, le cui due priorità - sostenere la ripresa; ed evitare che si consolidi uno zoccolo d'inflazione indesiderata - richiederanno una pluralità di strumenti. Non solo le Borse richiedono interventi che migliorino la reputazione delle aziende e degli intermediari. Ma le Banche Centrali devono essere più incoraggianti che minacciose. E i Governi devono far migliorare il funzionamento dell'economia più che "sussidiarne" i difetti. E alla fine, anche questo difficile anno sarà terminato.

1. LA CONGIUNTURA ECONOMICA E LA CONVERGENZA NELL'AREA DELL'EURO*

Nell'area dell'Euro il 2001 è stato un anno deludente per la crescita e la prima parte del 2002 si caratterizza per segnali contrastanti che hanno fatto rinviare alla seconda parte dell'anno l'avvio della ripresa. L'andamento dell'economia USA dopo un avvio d'anno molto positivo, sembra caratterizzarsi solo per una crescita modesta.

L'Unione Economica e Monetaria (UEM) ha preso ufficialmente avvio il 1° gennaio 1999 al termine di un iter, delineato nel Trattato di Maastricht, che prevedeva l'adozione di un quadro istituzionale volto a garantire, tra gli altri obiettivi, un adeguato grado di convergenza tra gli stati membri dell'Unione Monetaria stessa. Come è noto solo 11 dei 15 paesi membri dell'UE vennero inizialmente ammessi all'ultima fase del processo di unificazione monetaria¹, avendo soddisfatto i requisiti di convergenza contenuti nel Trattato di Maastricht. A distanza di oltre tre anni dalla data di avvio delle operazioni dell'UME è utile chiedersi se e quali siano stati i progressi compiuti lungo il sentiero della convergenza.

1.1 Il quadro congiunturale 2001-2002

La ripresa dell'economia statunitense sembra modesta...

Il contesto congiunturale internazionale nella prima parte del 2002 si caratterizza in primo luogo per l'avvio dell'inversione ciclica negli Stati Uniti. La contrazione del PIL è stata intensa (-0,4% in termini congiunturali non annualizzati) nel terzo trimestre del 2001 ma, contrariamente alle attese, non si è estesa al quarto trimestre, che ha invece registrato un incremento del PIL (+0,4%). Ne consegue che, anche tecnicamente, nel corso del 2001 gli USA non sono entrati in recessione, se per recessione si intende una serie di almeno due contrazioni consecutive del PIL trimestrale. Nel primo trimestre del 2002 il tasso

* A cura di D. Delli Gatti e M. Lossani.

¹ La Grecia è stata infatti ammessa nella UEM solo a partire dal gennaio 2001.

di crescita congiunturale è stato decisamente più alto del previsto (1,4% non annualizzato).

La ripresa americana, per il momento, è trainata dalla ricostituzione delle scorte di magazzino, gli investimenti essendo stagnanti a causa della presenza di capacità produttiva (costituita nel precedente ciclo espansivo degli investimenti), attualmente inutilizzata. Rimane un'incognita relativa alla dinamica dei consumi privati, associata alla forte contrazione dei corsi azionari (dal picco dell'inizio del 2000) e quindi della ricchezza delle famiglie, con conseguente potenziale "effetto ricchezza" negativo sui consumi. Ci sono quindi segnali di ripresa, anche se la sensazione diffusa, incorporata nelle previsioni di consenso, è che l'economia americana ben difficilmente riuscirà a rimettersi sulla carreggiata della lunga espansione dell'epoca di Clinton. L'opinione media degli analisti congiunturali USA attribuisce al 2002 un tasso medio di crescita del PIL prossimo al 2% con la possibilità di un'accelerazione al 3% nel 2003. Ricordiamo che nel 2001 la crescita media è stata dell'1,2%. Inoltre, alcuni previsori ritengono che il 2% sia un tasso di crescita troppo ottimistico per l'economia statunitense nel corso del 2002. Ne consegue che il resto del mondo non potrà più contare sul ruolo di locomotiva dell'economia USA.

Con riferimento ai paesi di nuova industrializzazione ed emergenti, si possono considerare buone notizie il fatto che la crisi argentina rimasta stata confinata sostanzialmente al paese di origine e non sembra aver contagiato, per ora, i vicini, mentre gli emergenti asiatici dimostrano una certa vivacità congiunturale legata alla capacità di riprendere ad esportare negli USA.

...e anche sull'economia europea permangono dubbi

Per quanto riguarda l'Area dell'Euro, il 2001 è stato un anno decisamente deludente per la crescita. Ci sono segnali incoraggianti - provenienti soprattutto dalle indagini sul grado di fiducia degli imprenditori e dai dati di PIL per il primo trimestre - che indicano la presenza di un'inversione ciclica in Europa collocabile nella seconda parte dell'anno in corso.

Il 2001 si è concluso con un tasso di crescita medio annuo del PIL dell'Area Euro dell'1,6%, meno della metà del tasso di crescita del 2000 (3,4%) (si veda anche la TAB. 1.4). Si tratta di una semi-stagnazione. Per trovare tassi di crescita così modesti nella storia macroeconomica europea bisogna tornare

indietro al 1996, anno segnato dalle conseguenze della crisi messicana del 1994-95 e della turbolenza valutaria nello SME (svalutazione della peseta e dell'escudo). Nella TAB. 1.1 è riportata la dinamica del PIL e delle componenti della domanda aggregata a livello trimestrale. La crescita del PIL è stata molto modesta nei primi tre trimestri dell'anno mentre nell'ultimo trimestre si è registrata una contrazione dello 0,2%.

TAB. 1.1 - Tassi di crescita del PIL e delle principali componenti della domanda aggregata nell'area Euro nel corso del 2001

	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
PIL	0,5	0,1	0,2	-0,2
Consumi delle famiglie	1,0	0,4	0,1	0,1
Consumi collettivi	0,6	0,4	0,3	0,5
Investimenti fissi	-0,3	-0,6	-0,3	-0,7
Variazione delle scorte	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4
Esportazioni	-0,1	-0,5	-0,4	-0,6
Importazioni	-1,6	0,0	-1,4	-0,6

Fonte: European Economy, n. 73, 2001.

Le componenti interne della domanda aggregata che hanno ostacolato l'espansione sono gli investimenti fissi e l'accumulazione delle scorte, che hanno subito contrazioni sistematiche in corso d'anno e quindi hanno fornito sempre un contributo negativo alla crescita del PIL. La dinamica dei consumi, privati e pubblici, sebbene molto modesta, è rimasta invece positiva. Per quanto riguarda i flussi di commercio estero, si segnalano contrazioni ricorrenti sia delle esportazioni che delle importazioni, sebbene di entità diverse, di modo che la domanda estera netta ha fornito contributi di segno altalenante alla crescita del PIL. Con riferimento in particolare al quarto trimestre, la contrazione del PIL è spiegata dalla forte flessione degli investimenti fissi (il cui contributo alla crescita è stato di -0,2 punti percentuali) e in scorte (-0,2), non compensata dalla dinamica positiva dei consumi privati (0,1) e pubblici (0,1), mentre la domanda estera netta è risultata neutrale rispetto alla crescita (il contributo alla crescita è stato nullo). La contrazione degli investimenti si spiega in primo luogo con la flessione dei profitti, effettivi e attesi. La dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto è stata più vivace di quella dei prezzi, con conseguente contrazione dei margini di profitto. Anche le aspettative di profitto sono in fase di ripiegamento, se l'andamento dei corsi azionari le riflette (almeno in qualche misura): l'indice

Stoxx50 segnala contrazioni sistematiche dei corsi azionari a partire dalla seconda metà del 2000. Tenuto conto dei ritardi con cui si manifestano gli effetti della politica monetaria, non si può escludere che l'andamento non positivo degli investimenti possa essere ricondotto all'impostazione della politica monetaria europea nel corso del 2000.

Il peggioramento delle prospettive macroeconomiche – relative in particolare alla domanda finale – soprattutto nella seconda parte dell'anno a seguito della crisi post 11 settembre, con il conseguente aumento dell'incertezza sugli sbocchi di mercato, completa il quadro degli elementi che giocano a sfavore dell'accumulazione di capitale e spiega il continuo decumulo di scorte che ha caratterizzato il 2001. A fronte di una domanda calante, le imprese hanno rallentato i ritmi produttivi e hanno volontariamente svuotato i magazzini.

I consumi delle famiglie hanno “tenuto” nonostante l'andamento sfavorevole dei prezzi - soprattutto dei prodotti energetici e degli alimentari freschi - verificatosi nel corso del 2000 e non riassorbito successivamente e nonostante l'incertezza successiva all'11 settembre, grazie almeno in parte al parziale riassorbimento della disoccupazione avvenuto nel corso del 2000 e nella prima parte del 2001 e alla riduzione della pressione tributaria in diversi paesi. In definitiva, quindi, la domanda interna nel corso del 2001 può essere stata frenata dalla politica monetaria (vedi sopra, con riferimento agli investimenti) e sostenuta dall'operare degli stabilizzatori automatici della politica fiscale. Per quanto riguarda la domanda estera netta, la contrazione delle importazioni trova una facile spiegazione proprio nella dinamica fiacca del reddito aggregato mentre le esportazioni sono state penalizzate probabilmente dalla scarsa vivacità del commercio internazionale.

1.2 A che punto siamo del ciclo europeo?

Non è ancora disponibile il dato aggregato relativo alla variazione del PIL nel primo trimestre del 2002. Dai tassi di crescita trimestrali di alcuni paesi si ricavano indicazioni contrastanti, sicuramente non univocamente convergenti nel segnalare un'inversione ciclica (si veda la TAB. 1.2).

**TAB. 1.2 - Tassi di crescita del PIL tendenziale
nel primo trimestre 2002**

	I trim 2002
Belgio	-0,3
Finlandia	-2,0
Francia	0,3
Germania	-1,2
Italia	0,1
Spagna	2,0
UEM	0,1

Eppure nella maggioranza dei commentatori si è diffuso un certo ottimismo e la convinzione che il *turning point* del ciclo è già avvenuto precisamente al volgere dell'anno. Questa convinzione è fondata per il momento quasi esclusivamente sui risultati delle indagini sul clima di fiducia. Gli indicatori europei del grado di fiducia delle imprese industriali e commerciali (*Industrial and service confidence*) hanno raggiunto un minimo a novembre 2001 e da allora hanno mostrato un andamento nettamente ascendente, riflettendo un miglioramento delle aspettative delle imprese nel corso dei primi mesi del 2002. Anche l'indicatore del grado di fiducia delle famiglie consumatrici (*Consumer confidence*) ha toccato il fondo a novembre del 2001 ma da allora mostra un andamento altalenante, non interpretabile come una netta inversione di tendenza.

Perché questi parziali elementi positivi sulle aspettative degli operatori privati si traducano in dati confortanti occorre che si consolidi la ripresa negli Stati Uniti e che la trasmissione internazionale della ripresa dagli Stati Uniti all'Europa (sebbene con qualche trimestre di ritardo) non venga interrotta. Si immagina, infatti, che - seguendo uno schema ricorrente nella storia macroeconomica europea - la ripresa europea sia trainata in primo luogo dalle esportazioni. *L'export-led recovery* dovrebbe in sequenza attivare il riaccumulo di scorte e questa componente della domanda dovrebbe fare da volano agli investimenti. Comunque, anche in uno scenario di ripresa, la Commissione Europea stima all'1,4% la crescita del PIL 2002, immaginando peraltro un rafforzamento della espansione nella seconda metà dell'anno.

Per il momento, si dispone solo di indicazioni scarse e non univocamente interpretabili. La produzione industriale, è calata in termini tendenziali del 3,6% nel febbraio dell'anno in corso (contro il -3,2% di gennaio) mentre è aumentata dello 0,1% in termini congiunturali nello stesso mese (mentre era rimasta invariata

in gennaio). Il tasso di disoccupazione dell'Area Euro, che era diminuito nel corso del 2000, si è arrestato ed è ora fermo all'8,4%.

La prima parte del 2002 è stata caratterizzata da qualche cenno di ripresa dell'inflazione, dovuta alle difficoltà climatiche che hanno spinto verso l'alto i prezzi dei prodotti alimentari. In gennaio l'inflazione è risalita al 2,7%, legata, secondo opinioni che non hanno ancora trovato una verifica precisa, al *changeover* della moneta. All'inizio del secondo trimestre l'inflazione al consumo era scesa al 2%, per scendere ulteriormente nei mesi più recenti rimanendo ancora superiore al limite superiore del corridoio obiettivo della BCE.

1.3 La convergenza macroeconomica all'avvio dell'UME

Il Trattato di Maastricht prevedeva che l'UME potesse essere avviata all'inizio del 1999 qualora almeno due paesi fossero stati in grado di soddisfare i cosiddetti criteri di convergenza di Maastricht, con riferimento al periodo 1997-98, definiti in termini di:

- stabilità valutaria, intesa come permanenza di una valuta all'interno dello SME per almeno due anni senza aver subito svalutazioni.
- stabilità dei prezzi, intesa come un tasso di inflazione non superiore dell'1,5% all'inflazione media nei tre paesi aventi la più contenuta dinamica dei prezzi al consumo.
- stabilità dei tassi di interesse, intesa come tassi di interesse a lungo termine non superiori di 2 punti percentuali al tasso di interesse medio dei tre paesi con l'inflazione più bassa.
- assenza di squilibri rilevanti di finanza pubblica. Con riferimento al 1997 il rapporto deficit pubblico/PIL non doveva superare il 3% mentre il rapporto debito pubblico/PIL non poteva essere superiore al 60%. Qualora il rapporto debito/PIL di un paese eccedesse tale limite era sufficiente che tale rapporto fosse in diminuzione con una adeguata velocità².

² Italia e Belgio hanno usufruito di questa clausola per poter essere ammessi all'UME sin dal 1° gennaio 1999.

La TAB. 1.3 mostra chiaramente lo stato della convergenza nel momento in cui l'ultima fase del processo di unificazione monetaria veniva definitivamente avviata.

TAB. 1.3 - Indicatori di convergenza

	Accordo di cambio	Inflazione	Tassi a lunga	Deficit/PIL	Debito/PIL
Austria	Si	1,1	5,6	2,5	66,1
Belgio	Si	1,4	5,7	2,1	122,2
Finlandia	Si	1,3	5,9	0,9	55,8
Francia	Si	1,2	5,5	3,0	58,0
Germania	Si	1,4	5,6	2,7	61,3
Grecia	Si	5,2	9,8	4,0	108,7
Irlanda	Si	1,2	6,2	-0,9	66,3
Italia	Si	1,8	6,7	2,7	121,6
Lussemburgo	Si	1,4	5,6	-1,7	6,7
Olanda	Si	1,8	5,5	1,4	72,1
Portogallo	Si	1,8	6,2	2,5	62,0
Spagna	Si	1,8	6,3	2,6	68,8
Val. riferimento		2,7	7,8	3,0	60,0
Media UE		1,6	6,1	2,4	72,1

Fonte: Commissione Europea, 25 Marzo 1998.

Nel mese di gennaio del 1998 tutti i paesi UE (con la sola eccezione della Grecia) registravano un tasso di inflazione vicino o inferiore al 2,0%. Rispetto a soli 12 mesi prima la convergenza della crescita dei prezzi aumentava considerevolmente - come mostrato dalla diminuzione della deviazione standard, passata dall'1,6 allo 0,9% - contemporaneamente ad un calo consistente del tasso medio di inflazione, passato dal 2,2% all'1,6% all'interno dell'Area UE, di gran lunga inferiore al valore di riferimento (pari al 2,7%). Analogamente i tassi di interesse a lungo termine conoscevano una sostanziale riduzione, che si associava a una notevole convergenza. Il valore medio registrato nell'Area UE si attestava attorno al 6,1%, inferiore al valore di riferimento del 7,8%, mentre i differenziali di tasso erano pressoché eliminati. Il valore massimo dello spread era di 110 punti base, dovuto alla differenza tra i tassi italiani e quelli francesi. Infine sostanziali progressi vennero realizzati anche nel campo dei saldi di finanza pubblica. Nell'Area UE il deficit pubblico in quota di PIL assumeva un valore medio del 2,4% nel 1997, ben 1,8 punti percentuali in meno rispetto all'anno precedente. Contemporaneamente il rapporto tra debito pubblico e PIL scendeva, raggiungendo il

72,1% nonostante l'elevatissimo livello di tale rapporto (superiore al 100%) ancora prevalente in tre paesi (Belgio, Grecia e Italia). Le uniche ombre – per quanto riguarda il processo di consolidamento fiscale – derivavano dal fatto che le riduzioni del deficit e del debito costituivano fenomeni recenti spesso favoriti dall'adozione di misure una tantum; la sostenibilità nel tempo del processo di consolidamento della finanza pubblica europea risultava quindi a rischio.

Nel complesso sia la Commissione che il Consiglio diedero un giudizio positivo sullo stato della convergenza all'interno dell'Area UE, sottolineando in modo particolare come il rispetto dei requisiti di convergenza di Maastricht garantisce la costituzione di un'Area di stabilità monetaria al cui interno prevalevano bassi tassi di interesse a lungo termine e bassa inflazione, sia in termini correnti che attesi. Per di più l'indipendenza garantita alla BCE e l'applicazione del Patto per la Stabilità e per la Crescita - che di fatto perpetua nel tempo i vincoli del Trattato di Maastricht in materia di finanza pubblica - rendevano probabile il mantenimento su bassi livelli dell'inflazione e dei tassi di interesse anche per gli anni a venire, uno scenario che – in linea di principio – avrebbe dovuto e dovrebbe incentivare l'attività di investimento e quindi un processo di crescita sostenuta nel tempo con ricadute positive anche sui livelli dell'occupazione; usando le stesse parole contenute nelle Raccomandazioni fornite dalla Commissione Europea al Consiglio: “Alla vigilia dell'introduzione dell'euro, grazie ad un contesto di inflazione contenuta e di finanze pubbliche in via di risanamento, si sta facendo strada in Europa una ripresa economica favorevole all'occupazione”.

Gli indicatori di convergenza di Maastricht sono di natura prettamente macroeconomica. Se soddisfatti, garantiscono bassi tassi di interesse e bassa inflazione, le condizioni ideali per avviare, un processo di crescita sostenuta nel tempo. Tuttavia un periodo di crescita sostenuta non costituisce condizione sufficiente a garantire la sostenibilità di un'unione monetaria composta da sistemi economici che possono attraversare fasi cicliche diverse o soffrire di asimmetrie strutturali.

Nel lungo periodo la sostenibilità di un'unione monetaria dipende dal grado di convergenza strutturale valutato in termini: (a) di similarità delle strutture industriali e del tipo di specializzazione produttiva; (b) del grado di rigidità (e di flessibilità) del mercato del lavoro e dei beni; (c) del funzionamento dei mercati

finanziari ecc. In assenza di un adeguato grado di convergenza strutturale, shock originariamente simmetrici (che colpiscono con la stessa intensità i diversi paesi membri dell'UEM) possono causare effetti asimmetrici che inducono divergenze nel comportamento ciclico e rendono particolarmente difficoltosa la gestione unificata della politica monetaria. Si pensi ad esempio agli effetti di uno shock petrolifero all'interno di un'unione monetaria come quella europea in cui il grado di dipendenza petrolifera è molto diverso da paese a paese (in Italia, ad esempio, è più elevato che in Francia). In presenza di un rincaro del prezzo del greggio che si verifica contemporaneamente all'apprezzamento del dollaro sui mercati valutari (come effettivamente avvenuto nel corso del 2000) si manifesta uno shock da offerta comune che - per via delle divergenze strutturali - genera effetti asimmetrici: il conseguente aumento dei costi di produzione risulta maggiore in Italia che in Francia concorrendo a determinare un calo più sostenuto dei livelli di attività in Italia e determinando divergenza ciclica.

Gli indicatori di convergenza previsti dal Trattato di Maastricht sono logicamente coerenti e utili per realizzare la cosiddetta convergenza macroeconomica ma non garantiscono quindi la realizzazione né della cosiddetta convergenza strutturale né della convergenza ciclica, la cui misurazione richiede l'utilizzo di indicatori completamente diversi. Se per misurare il grado di convergenza strutturale è necessario ricorrere a degli indicatori di struttura (riguardanti - tra gli altri - i mercati dei capitali, del lavoro, dei beni), per valutare il grado di convergenza ciclica è necessario abbandonare gli indicatori nominali previsti dal Trattato di Maastricht per utilizzare degli indicatori reali - quali il tasso di crescita del PIL, l'*output gap*, il tasso di disoccupazione, la crescita della produttività, il livello dei tassi di interesse reali. In quanto segue concentreremo la nostra attenzione su alcuni di questi indicatori al fine di valutare il grado di convergenza del ciclo economico all'interno della regione UEM durante i primi tre anni di funzionamento dell'Unione Monetaria.

1.4 La divergenza ciclica nei primi anni dell'UME: 1998-2001

L'esame di diverse grandezze macroeconomiche conferma quanto precedentemente anticipato. Il rispetto degli indicatori di convergenza di Maastricht non ha garantito che le economie dei paesi membri dell'UME fossero ciclicamente convergenti in coincidenza con l'avvio della fase finale del processo di unificazione.

TAB. 1.4 - PIL reale 1998-2001 (tassi di crescita)

	1998	1999	2000	2001
Austria	3,5	2,8	3,0	1,1
Belgio	2,2	3,0	4,0	1,3
Finlandia	5,3	4,0	5,7	0,5
Francia	3,4	2,9	3,1	2,0
Germania	2,0	1,8	3,0	0,7
Grecia	3,1	3,4	4,3	4,1
Irlanda	8,6	10,8	11,5	6,5
Italia	1,8	1,6	2,9	1,8
Lussemburgo	5,9	5,7	9,5	4,0
Olanda	4,3	3,7	3,5	1,5
Portogallo	4,5	3,4	3,4	1,7
Spagna	4,3	4,1	4,1	2,7
UEM	2,9	2,7	3,4	1,6

Fonte: European Economy, n. 73, 2001.

La TAB. 1.4 mostra chiaramente l'esistenza di un gruppo di paesi *fast-growers* (Irlanda, Lussemburgo, Grecia, Finlandia, Spagna, Olanda e Portogallo) capaci di registrare una crescita media nel periodo 1998-2001 superiore al 3% annuo, mentre la crescita media della regione Euro si attestava attorno al 2,6%. Nello stesso periodo molte di queste economie sperimentavano un *output gap* - calcolato come differenza tra il livello effettivo dell'output e quello potenziale³ - positivo e superiore a quello medio dell'Area UME (TAB. 1.5), giungendo a creare situazioni di surriscaldamento locale che non possono essere opportunamente fronteggiate dalla politica monetaria unica. Per converso si possono chiaramente identificare anche dei paesi *slow-growers* (come Germania e

³ Per output potenziale si intende il livello potenzialmente producibile nel lungo periodo mantenendo uno stato di pieno occupazione.

Italia) che nello stesso periodo registravano una crescita mediamente inferiore al 2% annuo ed un *output gap* negativo.

TAB. 1.5 - Output gap 1998-2001

	1998	1999	2000	2001
Austria	-0,5	-0,1	0,7	-0,3
Belgio	-0,5	0,2	1,8	0,8
Finlandia	2,1	2,8	5,6	3,0
Francia	-0,5	0,2	0,8	0,3
Germania	-0,9	-0,8	0,4	-0,5
Grecia	-1,0	-0,5	1,2	2,0
Irlanda	0,4	2,6	5,6	4,0
Italia	-1,1	-1,2	-0,2	-0,3
Lussemburgo	-0,1	-1,1	1,8	-0,3
Olanda	0,8	1,4	1,7	0,3
Portogallo	1,0	1,2	1,2	0,0
Spagna	-1,4	-0,4	0,9	0,2
UME	-0,7	-0,3	0,7	0,1

Fonte: European Economy, n. 73, 2001.

A conferma di una sostanziale divergenza ciclica in essere nei primi anni di funzionamento dell'Unione Monetaria vi sono anche i dati riguardanti i tassi di inflazione e quelli relativi ai tassi di interesse reali a lungo termine. L'inflazione tendeva a manifestarsi con maggiore intensità all'interno dei paesi che registravano valori fortemente positivi dell'*output gap*; inoltre dall'analisi della TAB. 1.6 non può sfuggire la (talvolta cospicua) divergenza tra i tassi reali (bassi) registrati in buona parte dei paesi *fast-growers* (come Irlanda, Spagna, Portogallo e Lussemburgo) e il valore medio degli stessi registrato all'interno dell'area-Euro. La presenza (nei primi anni di funzionamento dell'UME) di diversi paesi aventi *output gap* decisamente superiori a quello medio comunitario e tassi reali a lungo termine su livelli decisamente bassi solleva ancora una volta la *vexata quaestio* riguardante quali strumenti utilizzare – all'interno di un'unione monetaria - per contenere il rischio di situazioni di surriscaldamento locale che potrebbero condurre alla accumulazione di posizioni squilibrate sia in termini macroeconomici che finanziari, con evidenti rischi per la stabilità sistemica. In presenza di moneta unica e di un mercato dei capitali perfettamente integrato una eventuale situazione di fragilità finanziaria originariamente circoscritta a una singola economia potrebbe infatti rapidamente diffondersi al resto dell'unione monetaria innescando una situazione di instabilità sistemica .

TAB. 1.6 - Tassi di interesse reali a lunga 1998-2001

	1998	1999	2000	2001
Austria	4,2	3,9	4,2	3,7
Belgio	3,1	3,5	4,2	3,0
Finlandia	1,7	4,8	2,0	2,6
Francia	3,7	4,1	4,5	3,4
Germania	3,4	4,0	5,7	3,4
Grecia	3,2	3,5	3,0	2,9
Irlanda	-1,1	0,5	1,1	0,2
Italia	2,1	3,1	3,3	2,5
Lussemburgo	2,0	2,1	1,7	1,8
Olanda	2,9	2,9	1,6	-0,7
Portogallo	1,1	1,4	2,5	2,2
Spagna	2,4	1,8	2,0	1,3
UME	2,9	3,4	3,9	2,6

Fonte: European Economy, n. 73, 2001.

Notoriamente la politica monetaria non può farsi carico di risolvere situazioni di *overheating* locale, in quanto gestita in modo unico all'interno di un'area finanziariamente integrata. La politica fiscale potrebbe invece risolvere situazioni di surriscaldamento locale dovute ad una eccessiva espansione della domanda interna; una opportuna contrazione fiscale – come quella raccomandata al governo irlandese da parte della Commissione Europea – avrebbe la possibilità di incidere sull'andamento della domanda aggregata contenendo la dimensione dell'*output gap* positivo. Infine, qualora il surriscaldamento fosse legato all'andamento dell'interscambio con l'estero, potrebbe entrare in gioco il meccanismo di aggiustamento classico a condizione che prezzi e salari siano sufficientemente flessibili. In tal caso la perdita di competitività dovuta all'apprezzamento del cambio reale indotto dall'incremento di prezzi e salari all'interno dell'economia in crescita conterrebbe la creazione di un cospicuo disavanzo corrente dovuto all'eccesso di spesa interna rispetto alla produzione domestica. Tuttavia proprio la dinamica positiva dei prezzi e dei salari potrebbe favorire la nascita e l'irrobustimento di cicli finanziari che trovano ragione nel basso costo del credito dovuto ai bassi livelli dei tassi di interesse reali.

La Commissione Europea⁴ ha provveduto ad analizzare il peso relativo assunto dalle differenti fonti di surriscaldamento all'interno di alcune economie UME al fine di stabilire quale fosse il tipo di intervento più appropriato per limitare il rischio di *overheating* locale all'inizio dello scorso anno. Il quadro che emergeva da tale analisi era decisamente eterogeneo. Come si può notare dalla TAB. 1.7, solo nel caso del Portogallo (deficit corrente pari al 10,5 e 8,7% del PIL nel biennio 2000-01) e (in parte) della Spagna il rischio di *overheating* era riconducibile ad uno squilibrio di parte corrente. Più spesso invece si manifestavano pressioni dal lato dei prezzi al consumo e dei salari. Analogamente – pressoché ovunque, all'interno del gruppo dei *fast growers* – si producevano anche tensioni relative ai prezzi delle attività immobiliari, spesso associate a una consistente dinamica del credito interno.

TAB. 1.7 - Valutazione qualitativa degli indicatori di surriscaldamento

	Spagna	Irlanda	Olanda	Portogallo	Finlandia
Inflazione al consumo	+	++	++	++	0
Salari	+	++	+	+	+
Prezzi att. immobiliari	++	++	++	+	+
Credito interno	+	++	++	++	0
Mercato del lavoro	0	++	++	+	+
Utilizzo capacità	+	++	+	+	+
Partite correnti	+	0	-	++	-

Fonte: European Economy, n. 73, 2001.

Proprio per via della eterogeneità delle cause di surriscaldamento risultava difficile indicare in modo unico quale strada percorrere per contenere il rischio di *overheating* localizzato. Tuttavia, nel giro di pochi mesi il rallentamento già in atto all'interno delle altre economie europee contagiava anche il gruppo di paesi più dinamici rendendo meno urgente la soluzione del problema del surriscaldamento e sollevando invece la questione della divergenza ciclica all'interno di un contesto caratterizzato da un diffuso *slowdown* dei livelli di attività.

⁴ Si veda a tale proposito ancora European Economy, n. 73, 2001.

2. LA FINANZA PUBBLICA NELL'AREA DELL'EURO*

Questo capitolo è dedicato all'analisi della recente evoluzione dei conti pubblici in Italia e nei paesi dell'Unione Monetaria, sulla base di un Rapporto a cura della Commissione Europea, *Public finances in EMU 2002*, appena pubblicato. Saranno pertanto esaminati i principali indicatori di finanza pubblica, anche al fine di valutare la situazione italiana nel contesto europeo. Particolare attenzione sarà dedicata all'evoluzione della spesa pubblica, nelle sue diverse componenti, con riferimento alla spesa sociale.

2.1 Indicatori di bilancio nei Paesi europei (2000-2003)

I risultati di finanza pubblica dei paesi dell'Unione Europea nel 2001 evidenziano, nel complesso, un peggioramento, sia pure di dimensioni non preoccupanti, rispetto all'anno precedente; l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche è aumentato, nella media dei paesi dell'Unione Monetaria, dallo 0,8% all'1,3% del PIL (dallo 0,2% allo 0,7% per i paesi dell'Unione Europea) ed è risultato più elevato rispetto ai valori obiettivo indicati nei Programmi di stabilità. Come è posto in evidenza nella TAB. 2.1, tra i paesi dell'Unione Monetaria, Belgio, Irlanda, Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria, Finlandia e Spagna hanno conseguito un surplus o pareggio di bilancio; al contrario, Germania, Francia, Italia e Portogallo ancora presentano deficit di bilancio superiori all'1% del PIL. Il nostro paese si colloca tuttavia tra quelli che hanno conseguito una piccola riduzione del rapporto tra indebitamento netto e PIL. Ciò è riconducibile tuttavia a misure una tantum, che hanno interessato anche altri paesi (operazioni di cartolarizzazione o anticipi di riscossione di imposte).

Per quanto riguarda il debito pubblico, solo due paesi, Belgio e Italia, continuano ad avere un rapporto debito/PIL superiore al 100%, nettamente più alto della media, che si colloca al 69,2% del PIL.

* A cura di M. Flavia Ambrosanio.

TAB. 2.1 – Indebitamento netto e debito pubblico nell'Unione Europea
(in % del PIL)

Paesi	Indebitamento netto				Debito pubblico			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Belgio	0,1	-0,2	0,2	-0,2	109,3	107,5	104,3	99,4
Germania	1,3	2,7	2,8	2,1	60,3	59,8	60,8	60,1
Grecia	0,8	0,4	-0,3	-0,5	102,8	99,7	97,8	95,1
Spagna	0,4	0,0	0,2	0,0	60,4	57,2	55,5	53,5
Francia	1,3	1,5	2,0	1,8	57,8	57,7	57,4	57,2
Irlanda	-4,5	-1,7	-0,4	-0,2	39,0	36,3	33,6	31,4
Italia	1,7	1,6	1,3	1,3	110,6	109,4	107,8	105,6
Lussemburgo	-5,8	-5,0	-2,0	-2,5	5,7	5,5	5,2	5,1
Paesi Bassi	-1,5	-0,2	0,0	0,4	56,0	52,9	50,1	47,4
Austria	1,9	-0,1	0,1	-0,3	63,6	61,7	60,2	57,6
Portogallo	1,8	2,5	2,6	2,5	53,4	55,5	56,5	57,3
Finlandia	-7,0	-4,9	-3,3	-2,7	44,0	43,6	43,1	42,9
<i>Media UME</i>	<i>0,8</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>	<i>1,2</i>	<i>70,3</i>	<i>69,2</i>	<i>68,6</i>	<i>67,2</i>
Danimarca	-2,5	-2,9	-2,1	-2,4	46,8	44,7	43,3	39,8
Svezia	-3,7	-4,8	-1,7	-1,9	55,3	56,0	52,6	49,9
Gran Bretagna	-1,7	-0,9	0,2	0,5	42,4	39,0	37,6	36,1
<i>Media UE</i>	<i>0,2</i>	<i>0,7</i>	<i>1,1</i>	<i>0,9</i>	<i>64,3</i>	<i>62,9</i>	<i>61,9</i>	<i>60,5</i>

Nota: I dati sono al netto dei proventi delle licenze UMTS.

Tutti i paesi considerati hanno conseguito nel 2001 un avanzo primario (TAB. 2.2), ma nella maggior parte esso appare in riduzione rispetto al 2000 (l'avanzo primario medio scende dal 5% al 3,6% del PIL)¹.

I risultati del 2001 devono essere letti tenendo conto di due elementi. In primo luogo, si sono manifestati sui bilanci pubblici gli effetti del rallentamento della crescita economica nell'area Euro; in secondo luogo, si sono concretizzati, nella maggior parte dei paesi, gli effetti delle politiche discrezionali di riduzione della pressione fiscale poste in essere nel corso del 2000, non bilanciati da politiche incisive di riduzione della spesa pubblica.

Può essere pertanto utile esaminare i dati relativi alle entrate e alle spese pubbliche, che sono illustrati nella TAB. 2.3, che riporta la pressione fiscale ed il rapporto tra spesa pubblica complessiva e PIL nei singoli paesi europei.

¹ I dati relativi all'Italia sono stati aggiornati sulla base della recente revisione ISTAT che ha portato il deficit 2001 all'1,6% del PIL, con un aumento delle spese.

TAB. 2.2 – Avanzo primario nell'Unione Europea
(in % del PIL)

Paesi	Avanzo primario			
	2000	2001	2002	2003
Belgio	6,8	6,5	6,1	6,0
Germania	2,0	0,5	0,5	1,1
Grecia	6,2	5,8	5,8	5,7
Spagna	2,8	3,1	2,8	2,8
Francia	1,9	1,7	1,1	1,3
Irlanda	6,6	3,2	2,0	1,7
Italia	4,7	4,7	4,5	4,4
Lussemburgo	6,0	5,3	2,2	2,7
Paesi Bassi	5,4	3,6	3,0	2,3
Austria	1,6	3,4	3,3	3,6
Portogallo	1,3	0,4	0,5	0,7
Finlandia	9,8	7,6	6,0	5,2
<i>Media UME</i>	<i>5,0</i>	<i>3,6</i>	<i>3,2</i>	<i>3,1</i>
Danimarca	6,7	6,9	5,5	5,7
Svezia	7,9	8,2	4,8	4,8
Gran Bretagna	4,3	3,3	2,1	1,7
<i>Media UE</i>	<i>5,4</i>	<i>4,4</i>	<i>3,4</i>	<i>3,3</i>

TAB. 2.3 – Pressione fiscale e spese pubbliche nell'Unione Europea
(in % del PIL)

Paesi	Entrate tributarie e contributive				Spese totali			
	2000	2001	2002	2003	2000	2001	2002	2003
Belgio	45,9	45,4	45,4	45,1	49,5	49,2	48,9	48,3
Germania	43,0	41,4	41,8	41,6	48,4	48,5	48,9	48,0
Grecia	38,3	37,6	37,4	37,3	48,3	48,0	47,4	46,6
Spagna	35,7	35,6	35,5	35,4	39,9	39,6	39,7	39,6
Francia	45,1	44,9	44,6	44,2	52,9	52,7	53,0	52,3
Irlanda	32,0	30,3	30,6	30,2	32,6	34,3	35,6	35,2
Italia	42,8	42,8	42,6	42,0	48,1	47,9	47,3	46,7
Lussemburgo	41,5	41,0	40,4	40,1	40,3	40,8	43,2	42,3
Paesi Bassi	41,6	40,3	39,9	39,5	46,1	45,4	44,8	44,6
Austria	43,9	45,8	45,1	44,9	53,2	52,5	51,6	50,6
Portogallo	36,3	36,0	36,1	36,0	44,6	46,0	46,1	45,9
Finlandia	47,6	46,2	45,4	44,1	48,6	49,4	49,9	49,6
<i>Media UME</i>	<i>41,1</i>	<i>40,6</i>	<i>40,4</i>	<i>40,0</i>	<i>46,0</i>	<i>48,0</i>	<i>48,1</i>	<i>47,4</i>
Svezia	48,8	48,9	48,2	47,7	57,7	57,1	57,3	56,8
Danimarca	52,6	54,3	51,6	51,4	54,1	54,0	53,3	52,3
Gran Bretagna	38,3	38,2	38,2	37,8	39,3	40,1	41,2	41,1
<i>Media UE</i>	<i>42,2</i>	<i>41,9</i>	<i>41,5</i>	<i>41,1</i>	<i>46,9</i>	<i>47,0</i>	<i>47,2</i>	<i>46,6</i>

Nota: I dati sono al netto dei proventi delle licenze UMTS.

Nella media dei paesi dell'Unione Monetaria, la pressione fiscale nel 2001 si è attestata al 40,6% del PIL, a fronte del 41,1% del 2000. Il processo di riduzione dell'onere fiscale, sia pure non di entità rilevante, ha riguardato la maggior parte dei paesi. In Italia il livello del prelievo si è stabilizzato al 42,8% del PIL, dunque al di sopra della media. Le aliquote effettive d'imposta, calcolate come rapporto tra gettito e base imponibile per le diverse categorie di tributi (tenendo conto quindi non solo delle variazioni delle aliquote ma anche dei criteri di determinazione degli imponibili), si sono ridotte nel 2001 nell'area Euro, particolarmente in Irlanda, Germania e Paesi Bassi, dove più significativi sono stati i provvedimenti di riduzione delle imposte. Costituisce un'eccezione l'Austria, dove invece si è sperimentato un aumento della pressione fiscale.

Sul fronte della spesa pubblica, si osserva una sostanziale stabilità del rapporto tra spesa totale e PIL, intorno al 48%. Il rapporto tra spese primarie (al netto degli interessi passivi) e PIL è invece leggermente aumentato dal 42,1% del 2000 al 42,6% nel 2001 (TAB. 2.4).

TAB. 2.4 – Spesa pubblica al netto degli interessi
(in % del PIL)

Paesi	Spesa pubblica al netto degli interessi			
	2000	2001	2002	2003
Belgio	42,7	42,7	42,7	42,5
Germania	45,0	45,3	45,6	44,8
Grecia	41,3	41,8	41,8	41,5
Spagna	36,5	36,5	36,8	36,8
Francia	49,6	49,5	49,9	49,2
Irlanda	30,5	32,8	34,0	33,7
Italia	41,6	41,5	41,5	41,0
Lussemburgo	40,0	40,5	42,9	42,1
Paesi Bassi	42,2	42,0	41,8	41,9
Austria	49,5	49,0	48,2	47,3
Portogallo	41,4	42,9	43,0	42,7
Finlandia	45,8	46,7	47,3	47,1
<i>Media UME</i>	<i>42,1</i>	<i>42,6</i>	<i>43,0</i>	<i>42,5</i>
Svezia	53,5	53,7	54,2	54,2
Danimarca	49,9	49,9	49,8	49,1
Gran Bretagna	36,5	37,7	38,9	38,9
<i>Media UE</i>	<i>43,1</i>	<i>43,5</i>	<i>44,0</i>	<i>43,5</i>

Nel corso del 2001, la politica fiscale nella maggior parte dei paesi dell'Unione Monetaria avrebbe pertanto sostenuto la crescita economica, con un orientamento moderatamente espansivo.

Per il 2002, le previsioni della Commissione Europea indicano ancora un leggero aumento del rapporto tra indebitamento delle amministrazioni pubbliche e PIL, dall'1,3% all'1,5%, ed una riduzione del rapporto tra avanzo primario e PIL, dal 3,6% al 3,2%. La pressione fiscale è prevista in ulteriore lieve riduzione (0,2% del PIL), a fronte della crescita delle spese primarie dello 0,4% del PIL. Al contrario, lo scenario dovrebbe migliorare a partire dal 2003 ed il miglioramento dovrebbe consolidarsi nel 2004, anche per effetto delle ipotesi di maggiore crescita economica, su cui sono costruiti i Programmi di stabilità e crescita, nelle versioni più aggiornate. Per l'area Euro, il PIL reale è previsto infatti crescere del 2,7% nel 2003 e nel 2004, contro l'1,8% del 2002. La TAB. 2.5 riporta le previsioni per il 2004 dei principali indicatori di finanza pubblica nell'area Euro ed in Italia.

TAB. 2.5 – Indicatori di finanza pubblica nell'Unione Monetaria
(in % del PIL)

	2001		2004	
	EUR-12	Italia	EUR-12	Italia
Indebitamento netto	1,3	1,4	0,3	0,0
Debito pubblico	69,2	109,4	63,4	98,0
Entrate totali	46,5	46,2	45,8	45,0
Spese totali	47,7	46,9	46,1	45,1

L'indebitamento netto dovrebbe gradualmente diminuire fino allo 0,3% del PIL nel 2004, anno in cui l'Italia raggiungerebbe il pareggio di bilancio. Parallelamente si stima una riduzione del rapporto debito pubblico/PIL, che finalmente in Italia dovrebbe scendere al di sotto del 100%. Questi risultati si otterrebbero attraverso una ulteriore discesa delle entrate e spese pubbliche in rapporto al PIL.

2.2 L'evoluzione della spesa pubblica

Uno degli obiettivi della politica di bilancio nei paesi europei sarà, come si è visto, la riduzione della quota di spesa pubblica sul PIL. Il percorso di ciascun paese sarà ovviamente condizionato dalla struttura attuale della spesa pubblica e quindi dal grado di rigidità del bilancio pubblico. Sussistono infatti, dal lato della spesa, divergenze molto significative tra i diversi paesi europei, certamente più marcate di quelle che si osservano dal lato delle entrate.

TAB. 2.6 – Indicatori di spesa pubblica nell'Unione Monetaria
(anno 2000, in % del PIL)

	Italia	EUR-12
Spese per interessi	6,5	4,0
Spese totali al netto interessi	41,6	42,1
Spese correnti al netto interessi	38,0	39,7
Trasferimenti alle famiglie	16,7	16,7
Consumi collettivi	7,2	8,1
Spese per investimenti	2,4	2,4

La TAB. 2.6 pone a confronto la struttura della spesa pubblica in Italia, nell'anno 2000, con quella dei paesi dell'Unione Monetaria. Per quanto concerne la spesa per interessi passivi, la situazione italiana è, con Belgio e Grecia, tra le peggiori in Europa, con il 6,5% del PIL a fronte del 4% medio. Le spese complessive al netto degli interessi, risultano invece più basse in Italia che nella media europea, il 41,6% contro il 42,1% del PIL. In particolare, le spese correnti al netto degli interessi rappresentano in Italia il 38,0% del PIL, contro il 39,7% della media europea. La componente di spesa pubblica che principalmente determina questo risultato è individuabile nei consumi collettivi, definiti come somma dei redditi da lavoro dipendente e dei consumi intermedi delle Amministrazioni Pubbliche. Per quanto riguarda le altre componenti della spesa al netto degli interessi, come i trasferimenti alle famiglie, l'Italia non si discosta dagli altri Paesi considerati. Infine, le spese per investimenti rappresentano il 2,4% del PIL, in linea con la media europea.

Le precedenti considerazioni fanno riferimento alla classificazione della spesa pubblica per categorie economiche, secondo un criterio che evidenzia la natura economica delle erogazioni effettuate.

Informazioni di natura diversa, che possono essere utilizzate anche per trarre qualche elemento di valutazione sulla qualità della spesa, si ottengono considerando i dati relativi alla classificazione funzionale della spesa pubblica, secondo la quale le spese pubbliche sono raggruppate secondo i fini o le funzioni attribuite all'operatore pubblico, in modo da considerare le aree di attività nelle quali si esplica concretamente l'intervento pubblico. La classificazione funzionale ha quindi lo scopo di mettere in evidenza gli obiettivi dell'attività pubblica².

TAB. 2.7– Spesa pubblica per funzioni nell'Unione Europea
(in % del PIL)

Paesi	Spese generali		Altre funzioni		Prestazioni sociali	
	1995	2000	1995	2000	1995	2000
Belgio	5,8	6,3	14,0	13,9	25,1	26,3
Germania	6,1	n.d.	11,1	10,0	26,7	28,6
Grecia	8,4	7,2	7,5	8,3	21,5	24,7
Spagna	5,6	n.d.	9,1	n.d.	20,9	19,5
Francia	6,6	n.d.	9,8	n.d.	29,0	28,8
Irlanda	6,7	4,7	22,2	16,3	18,9	14,7
Italia	6,2	n.d.	9,1	n.d.	23,8	24,4
Paesi Bassi	4,6	4,8	11,2	11,3	25,9	26,4
Austria	7,5	7,0	10,3	12,6	27,9	27,7
Portogallo	6,8	6,9	10,7	13,0	17,5	19,9
Finlandia	6,3	6,2	12,5	11,8	31,2	26,0
Danimarca	4,4	n.d.	12,0	n.d.	31,3	28,6
Svezia	6,5	n.d.	11,8	n.a.	33,0	32,3
Gran Bretagna	6,4	n.d.	11,3	n.d.	25,8	25,8

Fonte: OECD, Eurostat e Ameco.

² Occorre sottolineare che in questo campo, non ci sono rilevazioni statistiche sistematiche e dettagliate. Si pongono problemi non solo di natura statistica ma anche di natura concettuale, soprattutto quando si tratta di distribuire un unico flusso di spesa tra le diverse funzioni. Si tratta di un problema di costi congiunti, che si presenta nei bilanci delle amministrazioni pubbliche e di quegli enti che svolgono attività di tipo multifunzionale.

La TAB. 2.7 illustra la spesa pubblica per tre rilevanti categorie funzionali nei paesi europei negli anni 1995 e 2000. Le spese generali comprendono le spese di funzionamento e le spese per i beni e servizi pubblici puri, quali difesa e giustizia; esse assorbono una quota relativamente modesta della spesa complessiva e si collocano tra il 3,3% ed il 7,2% del PIL. Le spese per altre funzioni includono le spese per la sanità, per l'istruzione, per ricerca e sviluppo ed altre funzioni economiche. Esse oscillano tra l'8,3% del PIL in Grecia e il 16,3% in Irlanda. Sulla base dei dati disponibili, esse appaiono sostanzialmente stabili nella seconda metà degli anni '90, fatta eccezione per l'Irlanda dove si registra una riduzione di circa 6 punti di PIL. Le spese per prestazioni sociali (quelle cioè finalizzate alla funzione redistributiva) rappresentano la parte più rilevante di spesa pubblica, ed oscillano tra il 14,7% in Irlanda e il 32,3% in Svezia. L'Italia si colloca su un livello intermedio, col 24,4% del PIL. Si osserva nella seconda metà degli anni '90 una sostanziale stabilità o tendenza alla riduzione per la maggior parte dei paesi considerati. Fanno eccezione Belgio, Germania, Grecia e Portogallo, dove si registra una tendenza all'aumento.

TAB. 2.8 – La spesa per il *welfare state*
(in % del PIL)

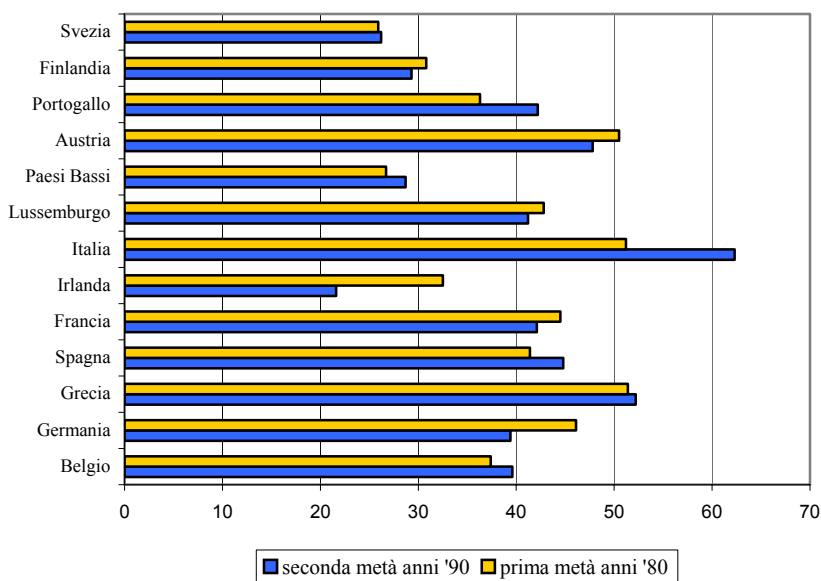
Paesi	1980-84	1985-89	1990-94	1995-99
Belgio	27,8	26,4	26,3	26,6
Germania	28,3	27,3	26,1	28,4
Grecia	11,6	14,5	21,0	22,8
Spagna	18,2	18,8	21,5	20,6
Francia	25,9	26,8	27,9	29,1
Irlanda	21,6	21,0	18,8	16,0
Italia	20,3	21,6	24,6	24,2
Lussemburgo	25,5	21,7	22,4	27,7
Paesi Bassi	29,3	30,2	30,9	28,0
Austria	24,1	25,1	27,1	19,2
Portogallo	12,6	13,2	16,1	28,5
Finlandia	20,1	23,3	30,5	33,3
Danimarca	28,8	27,6	29,9	29,8
Svezia	29,8	30,4	36,3	33,3
Gran Bretagna	22,6	22,2	25,7	26,5
Media UE	21,3	22,6	25,7	26,5

Nota: I dati includono spesa sanitaria, pensioni, assegni familiari e indennità di disoccupazione.

L'evoluzione storica della spesa complessiva per il cosiddetto *welfare state* è illustrata in dettaglio nella TAB. 2.8. Rispetto ai primi anni '80, quasi tutti i paesi europei hanno evidenziato una crescita della spesa sociale, particolarmente significativa in quelli, come la Grecia, che partivano da livelli nettamente inferiori alla media. Come si è osservato, questa tendenza si è arrestata negli ultimi anni.

La spesa pensionistica assorbe una quota rilevante della spesa sociale complessiva, con differenze di rilievo tra i diversi paesi (FIG. 2.1). Spiccano la Grecia e l'Italia, dove le pensioni rappresentano attualmente più del 50% della spesa sociale complessiva.

FIG. 2.1 - Spesa per pensioni nell'Unione Europea
(in % della spesa sociale complessiva)



Come ha recentemente ribadito la Commissione Europea, l'evoluzione della spesa pensionistica costituisce il rischio maggiore per la sostenibilità della finanza pubblica nel lungo periodo. Il rischio di futuri disavanzi di bilancio pubblico, connessi principalmente al processo di invecchiamento della popolazione ed ai riflessi inevitabili sulla spesa sociale, è molto concreto per la Grecia e la Spagna, dove la spesa pensionistica è prevista crescere a tassi molto elevati, nei prossimi decenni. Per quanto riguarda l'Italia, la TAB. 2.9 illustra le

previsioni di crescita della spesa pensionistica nel lungo periodo, come indicate nel *Programma di stabilità e crescita*, aggiornato al novembre del 2001. La spesa pensionistica in rapporto al PIL è prevista aumentare dal 13,8% del 2000 al 15,8% del 2030, per poi ritornare al 14,2% nel 2050. Secondo il Governo, questa evoluzione non dovrebbe pregiudicare la sostenibilità della finanza pubblica italiana, perché l'aumento della spesa legata al processo di invecchiamento della popolazione si manifesterebbe in modo molto graduale.

TAB. 2.9 – Spesa pensionistica nel lungo periodo

	2000	2005	2030	2050
Spesa pensionistica (% del PIL)	13,8	14,0	15,8	14,2
Crescita della produttività del lavoro	1,0	2,1	1,8	1,8
Crescita del PIL reale	2,9	2,6	0,8	1,2
Tasso di partecipazione alle forze di lavoro	63,3	66,2	69,1	75,1
Tasso di disoccupazione	10,6	9,6	8,2	7,0

Nota: Le previsioni sono costruite sulla base del modello demografico di Eurostat.

Anche secondo la Commissione Europea, la maggiore futura spesa pensionistica dovrebbe essere più che bilanciata dalla futura riduzione della spesa per interessi, connessa al processo di riduzione del debito pubblico. Tuttavia la Commissione sottolinea che le previsioni si basano sull'ipotesi che le riforme degli anni '90 siano integralmente attuate e che si verifichi una significativa crescita del tasso di partecipazione alle forze di lavoro. La possibilità per l'Italia di assorbire il disavanzo collegato all'invecchiamento della popolazione dipenderà in modo cruciale dalla capacità di mantenere elevato l'avanzo primario nel lungo periodo e dalla realizzazione di ulteriori interventi di riforma del sistema pensionistico, con attenzione alle forme di previdenza integrativa privata, e del mercato del lavoro.

Anche la spesa sanitaria complessiva ha mostrato una continua tendenza alla crescita nella maggior parte dei paesi industrializzati (TAB. 2.10), in particolare negli Stati Uniti, dove vige un modello molto vicino al modello privato. Per la media dei paesi dell'Unione Europea, la spesa sanitaria totale è aumentata dal 7,3% del PIL nel 1980 all'8% nel 1998. L'Italia si colloca al di sopra della media, con l'8,4% nel 1998. Si osserva anche per la maggior parte dei paesi europei una crescita della componente privata della spesa sanitaria

complessiva e, corrispondentemente, un processo di stabilizzazione della quota di spesa sanitaria a carico del bilancio pubblico. In Italia si è registrata una forte caduta della componente pubblica della spesa sanitaria dal 75,2% del 1992 al 68% nel 1998.

TAB. 2.10 - Spesa sanitaria totale e privata
(in % del PIL)

Paesi	1980		1998	
	Tot.	Priv.	Tot.	Priv.
Belgio	6,4	1,1	8,8	0,9
Germania	8,8	1,9	10,6	2,7
Grecia	6,6	2,9	8,3	3,6
Spagna	5,6	1,1	7,1	1,6
Francia	7,4	1,6	9,6	2,3
Irlanda	8,7	1,6	6,4	1,5
Italia	7,0	1,3	8,4	2,7
Lussemburgo	6,2	0,4	5,9	0,4
Paesi Bassi	8,3	2,4	8,6	2,5
Austria	7,7	2,4	8,2	2,4
Portogallo	5,8	2,1	7,8	2,6
Finlandia	6,4	1,3	6,9	1,6
Danimarca	9,2	1,1	8,3	1,5
Svezia	9,4	0,7	8,4	1,4
Gran Bretagna	5,7	0,6	6,7	1,1
<i>Media UE</i>	<i>7,3</i>	<i>1,5</i>	<i>8,0</i>	<i>1,9</i>
Stati Uniti	8,9	5,2	13,6	7,5
Giappone	6,5	1,9	7,6	1,6
<i>Media OCSE</i>	<i>6,9</i>	<i>1,8</i>	<i>8,3</i>	<i>2,1</i>

Fonte: OCSE.

Secondo la Commissione europea, il fatto che la quota di spesa sanitaria pubblica tenda a stabilizzarsi (o a ridursi) indica uno sforzo compiuto dai diversi paesi sul fronte del contenimento dei costi.

Il percorso inverso ha invece caratterizzato gli Stati Uniti, dove si assiste ad un aumento della spesa sanitaria pubblica.

2.3 Conclusioni

Le finanze pubbliche dei paesi dell'Unione Monetaria non sembrano al momento destare eccessive preoccupazioni. Per i prossimi due anni tutti i paesi dovrebbero registrare ulteriori miglioramenti dei saldi di bilancio e del rapporto debito/PIL.

Qualche problema sembra invece sussistere per il lungo periodo, per alcuni paesi, soprattutto in relazione all'andamento della spesa sociale.

La Commissione Europea ha raggruppato gli Stati membri, a seconda del rischio di insostenibilità della finanza pubblica nel lungo periodo (TAB. 2.11).

TAB. 2.11 – Sostenibilità della finanza pubblica nel lungo periodo

Paesi	Elementi di rischio
Grecia e Spagna	Paesi a rischio di crescente disavanzo, collegato alla rapida crescita della spesa pensionistica
Germania, Francia, Austria e Portogallo	Paesi a rischio di disavanzo, per non aver ancora raggiunto il pareggio o surplus di bilancio e per la crescita futura della spesa sociale superiore alla media
Italia e Belgio	Paesi a debole rischio di insostenibilità, purché si conseguano avanzi primari consistenti anche in futuro
Danimarca, Lussemburgo, Paesi Bassi, Finlandia, Svezia e Gran Bretagna	Nessun rischio apparente di insostenibilità

La posizione dell'Italia non è tra le peggiori, ma, come è già stato sottolineato, le proiezioni dei saldi di bilancio nel lungo periodo poggiano sulle ipotesi di crescita moderata della spesa pensionistica e di un aumento del tasso di partecipazione, in particolare di quello femminile, alle forze di lavoro. La sostenibilità dipende quindi dal fatto che queste condizioni si realizzino e contemporaneamente si continuino a registrare nel lungo periodo avanzi primari consistenti e che si acceleri il processo di riduzione dello stock di debito pubblico.

3. LA CONGIUNTURA MONETARIA E I TASSI D'INTERESSE*

La tendenza alla riduzione della crescita dei principali aggregati monetari e creditizi della zona-Euro si è recentemente molto attenuata. Nel contempo la ripresa economica risulta meno accentuata del previsto, mentre l'euro si è rafforzato sul dollaro. In queste condizioni la Banca Centrale Europea, pur lasciando inalterati i suoi tassi ufficiali (fermi da novembre 2001), nella riunione di giugno ha segnalato che è possibile una ripresa del rischio inflazionistico e ha pertanto comunicato la sua intenzione di attuare una politica monetaria particolarmente vigile nei confronti della stabilità dei prezzi.

La mancata modifica dei tassi ufficiali ha fatto sì che i rendimenti di mercato a breve della zona-Euro, così come quelli degli Stati Uniti, si siano mantenuti pressoché ai livelli di chiusura del 2001. A metà giugno la struttura dei tassi segnalava, però, che gli operatori si aspettavano una prossima crescita dei tassi a breve. In queste condizioni anche i tassi ufficiali dovrebbero aumentare, dal momento che, nel passato, il differenziale tra tassi a breve e Repo si è sempre mantenuto in una fascia molto ristretta. Resta comunque difficile individuare il momento esatto dei possibili interventi restrittivi della BCE. I tassi a media-lunga scadenza sono invece già aumentati - seppur di poco - tanto che ora risultano leggermente superiori ai corrispondenti rendimenti americani.

Nei primi mesi del 2002, la congiuntura creditizia italiana è stata caratterizzata da una sostanziale stabilità dei tassi di interesse bancari e da una maggiore crescita della raccolta, in aumento soprattutto grazie alla componente dei depositi in c/c, mentre gli impieghi hanno subito una certa flessione, anche a causa della razionalizzazione dei canali di finanziamento delle imprese e delle politiche di concessione di prestiti più prudenti adottate dalle banche.

Le previsioni per i tassi bancari suggerirebbero che la loro tendenza alla riduzione sia terminata e che, di conseguenza, la seconda parte del 2002 dovrebbe essere caratterizzata da una loro ripresa.

Nelle ultime settimane l'euro si è significativamente apprezzato nei confronti del dollaro. Il fenomeno, di entità superiore alle attese, sembra riconducibile non tanto a interventi di politica monetaria o ad un favorevole

* A cura di G. Verga.

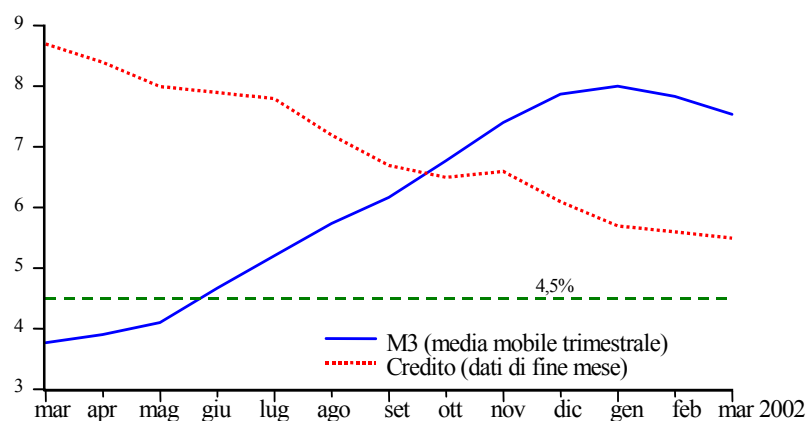
andamento dell'economia europea, quanto al cattivo andamento dei mercati finanziari americani, dove i tassi a lunga sono a livelli storicamente bassi e i mercati azionari hanno subito perdite significative.

A sei mesi dalla sostituzione dell'euro alle monete nazionali, dai primi consuntivi emerge una riduzione nello stock di circolante che risulta inferiore al livello medio degli ultimi anni. In base ai dati statistici, inoltre, sembra che l'impatto sull'inflazione imputabile al cambio della moneta sia, tutto sommato, molto modesto.

3.1 Tassi ufficiali e aggregati monetari e creditizi*

Nel periodo gennaio-giugno 2002 la Banca Centrale Europea non ha modificato i suoi tassi, tuttora (al momento della stesura del presente rapporto) fermi al valore dello scorso novembre (Repo al 3,25%). Nonostante questo, e nonostante non siano emersi sinora chiari pericoli per la stabilità dei prezzi di medio periodo, il tono delle dichiarazioni ufficiali della Banca si è fatto progressivamente meno ottimista riguardo all'andamento dell'inflazione.

FIG. 3.1 - Crescita di M3 e del credito
(dati mensili; periodo marzo 2001-marzo 2002)



Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, maggio 2002, pag. 5*.

* A cura di G. Mastromatteo e M. Marchiori.

Nel comunicato stampa del 6 giugno 2002, parlando del primo pilastro, Duisenberg ha infatti sostenuto che, nonostante la media trimestrale della crescita annua di M3 sia ulteriormente scesa dal 7,6% di marzo al 7,4% di aprile, l'andamento degli aggregati non è soddisfacente. Anche ammettendo che la crescita della moneta risenta ancora della ricomposizione dei portafogli a favore della liquidità avvenuta in autunno, e anche considerando che la crescita si è ridotta nei primi mesi del 2002, il Presidente ha voluto sottolineare che questo trend verso il basso sembrerebbe attualmente essersi interrotto (FIG. 3.1). In aggiunta a ciò, anche la crescita annuale del credito al settore privato, in flessione da diverso tempo, negli ultimi mesi si è invece stabilizzata a un valore ancora elevato (5,5% circa).

La Banca Centrale Europea, che ancora a maggio aveva affermato che dall'analisi delle determinanti del primo pilastro non emergevano chiari elementi di preoccupazione per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, ora sembra guardare con qualche preoccupazione all'andamento degli aggregati monetari e creditizi.

Per quanto poi riguarda il secondo pilastro della strategia di politica monetaria, la BCE ha recentemente affermato che vi sono aspettative di ripresa economica, la quale dovrebbe manifestarsi più intensamente nella seconda parte dell'anno e consolidarsi nel corso del 2003. Al riguardo, la Banca sottolinea come le sue stime siano allineate a quelle più recenti proposte dalle principali organizzazioni internazionali e che la ripresa è già visibile nelle prime stime dell'Eurostat sulla crescita del PIL nel primo trimestre 2002 (W. Duisenberg, 21 maggio 2002 e 6 giugno 2002).

Le determinanti di questo avvio della ripresa economica si baserebbero sul miglioramento del clima di fiducia delle imprese, favorite anche da condizioni di finanziamento meno onerose, sulla positiva evoluzione del contesto internazionale e su una ripresa della domanda che sembrerebbe facilitata dalla solidità delle variabili economiche fondamentali. In senso contrario stanno le incertezze sul fronte dell'andamento dei prezzi che, nel breve termine, potrebbero essere spinti verso l'alto dall'evoluzione dei prezzi petroliferi e dalla presenza di squilibri macroeconomici in altre aree del mondo.

Per quanto riguarda la dinamica dell'indice dei prezzi al consumo, Duisenberg (6 giugno 2002) ha osservato che l'inflazione, in assenza di shock

petroliferi, e mantenendo le attuali tendenze di moderazione salariale, dovrebbe rallentare. Nonostante questo, e nonostante l'effetto calmieratore del recente rafforzamento dell'euro, Duisenberg ha anche affermato che vi sono segnali di preoccupazione che giungono dal settore dei servizi, il cui indice dei prezzi ha presentato una tendenza al rialzo piuttosto persistente. Il Presidente ha voluto infatti sottolineare come le prime stime dell'Eurostat, secondo cui l'inflazione sarebbe scesa dal 2,4% di aprile al 2% di maggio, non debbano generare eccessivo ottimismo. Il buon risultato di maggio sarebbe infatti in parte solo apparente e riconducibile al valore anomalo del maggio dello scorso anno. L'opinione della BCE è quindi che, nonostante alcuni possibili miglioramenti di breve periodo, e nonostante le previsioni sostanzialmente non sfavorevoli che emergono anche dalla *Survey of Professional Forecasters*, dalle proiezioni macroeconomiche per l'area dell'euro formulate dagli esperti dell'Eurosistema e dalle previsioni formulate da altre istituzioni (TAB 3.1), le prospettive di medio-lungo periodo sui prezzi sarebbero meno soddisfacenti di quanto la Banca si attendesse qualche mese fa.

TAB. 3.1 – Previsioni della BCE e di altre istituzioni

Fonte		Inflazione ⁽¹⁾			Crescita del PIL in termini reali		
	Data	2002	2003	2006	2002	2003	2006
BCE	Dic. 2001	1,1-2,1	0,9-2,1	-	0,7-1,7	2,0-3,0	-
BCE	Giu. 2002	2,1-2,5	1,3-2,5	-	0,9-1,5	2,1-3,1	-
Commissione Europea	Apr. 2002	2,2	2,0	-	1,4	2,9	-
FMI	Apr. 2002	2,0	1,8	-	1,4	2,9	-
OCSE	Apr. 2002	2,0	1,9	-	1,3	2,9	-
Consensus Forecast	Mag. 2001	2,0	1,9	1,8	1,3	2,9	2,5
Professional Forecasters	Mag. 2001	2,1	1,9	1,9	1,4	2,6	2,5

Fonte: BCE, *Bollettino mensile*, maggio 2002, pag. 27 e giugno 2002 pagg. 57-59;

Note: Per l'inflazione: *Fonti:* Commissione europea, Previsioni economiche, autunno 2001; FMI, 6 novembre 2001; OCSE Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts; BCE, Survey of Professional Forecasters. Per il PIL: Commissione europea, Previsioni economiche, autunno 2001; FMI, 13 novembre 2001; OCSE Economic Outlook; Consensus Economics Forecasts; BCE, Survey of Professional Forecasters.

⁽¹⁾ Per il FMI e l'OCSE: deflatore dei consumi privati; negli altri casi: IAPC.

Ciò ha condotto Duisenberg a ribadire, nella sua ultima conferenza stampa (6 giugno 2002), che in questa situazione “è particolarmente importante che la politica monetaria *rimanga vigile* rispetto alla futura evoluzione dei fattori chiave da cui dipendono le prospettive dei prezzi”. Val la pena di ricordare che, in passato, l’uso dell’espressione “rimanere vigile (*to remain vigilant*)” – ripresa anche nel Bollettino di giugno - ha sempre preceduto di 1-2 mesi un provvedimento restrittivo. Questa volta, però, alcuni episodi avvenuti dopo la riunione del Consiglio direttivo, come il rafforzamento dell’euro, i dati preliminari di Eurostat sull’inflazione di giugno (1,7%) e la crisi dei mercati azionari, potrebbero procrastinare la decisione della BCE. In effetti, a fine giugno, anche la curva dei tassi impliciti risultava meno ripida che a inizio mese.

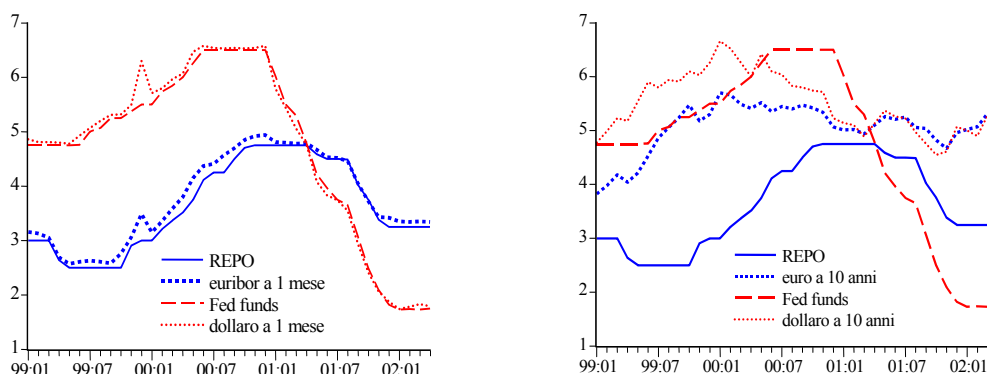
Nelle ultime comunicazioni ufficiali è stata infine sottolineata ancora una volta l’importanza di politiche fiscali rigorose ed improntate al raggiungimento del pareggio di bilancio nell’arco del prossimo biennio da parte di tutti gli Stati dell’UME al fine di evitare il riemergere di squilibri strutturali; sono state anche auspiccate riforme strutturali complessive, che riguardino la spesa pubblica, i mercati finanziari, del lavoro e dei beni e servizi, che contribuiscano a rendere più sostenibile e duratura la crescita economica dell’Area.

3.2 I tassi di mercato, le aspettative e il cambio^{*}

I tassi di mercato. Dalla fine dello scorso anno fino a maggio 2002 (ultimo mese disponibile) i tassi di mercato a più breve scadenza sono rimasti stabili sia negli Stati Uniti sia in Europa, vincolati come sono dall’andamento dei tassi ufficiali, invariati da alcuni mesi (dal novembre 2001 per quanto riguarda la BCE); i rendimenti a breve americani continuano così a rimanere ad un livello molto inferiore a quelli della zona-Euro (FIG. 3.2).

^{*} A cura di G. Verga.

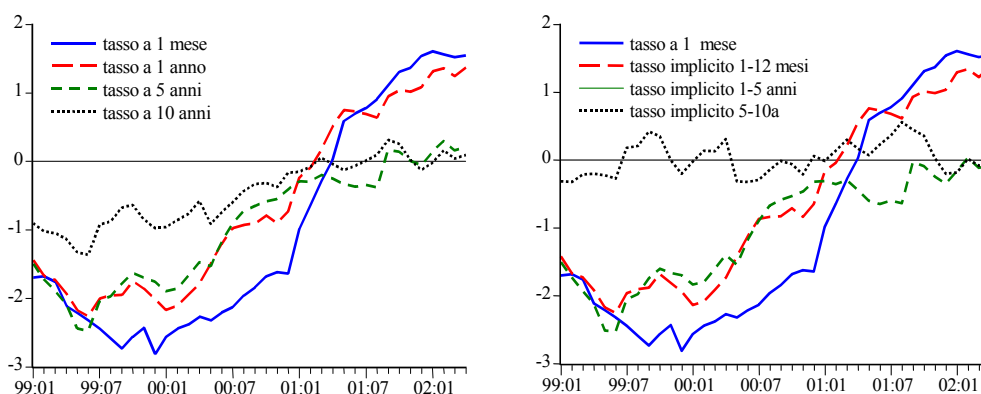
FIG. 3.2 – Tassi a breve e a lunga nella zona-Euro e negli USA
(dati mensili; periodo gen. 1999 – apr. 2002;
fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)



Fonte: BCE e Fed.

Passando ai tassi a lunga, si nota che, per le scadenze fino a 7 anni, è tuttora in atto una crescita dei rendimenti; nel caso dei decennali, invece, l'incremento nei rendimenti si è arrestato a marzo: dopo quella data i tassi a lunga europei si sono stabilizzati, mentre quelli americani si sono leggermente ridotti. Al momento, comunque, i rendimenti decennali delle due aree economiche sono abbastanza simili (FIG. 3.2), con un livello solo leggermente più elevato nell'area-Euro.

FIG. 3.3 – Differenziali dei tassi per scadenza e dei tassi impliciti
(tassi zona-Euro – tassi USA; dati mensili; periodo: gen. 1999 – apr. 2002;
fino all'anno interbancari, oltre titoli di Stato)



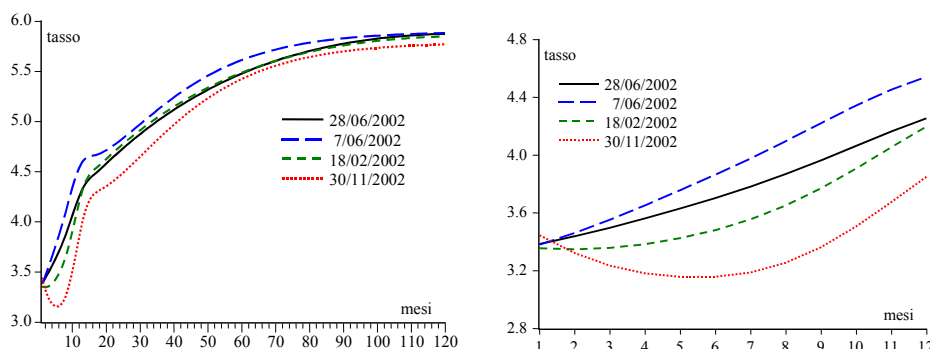
Fonte: BCE e Fed e nostre elaborazioni.

I differenziali fra i tassi europei ed americani, che fino all'inizio del 2001 erano tutti negativi, dopo le forti riduzioni operate dalla FED nel corso del 2002 sul rendimento dei *Fed-funds*, risultano ora positivi per le scadenze a breve, mentre per quelle a medio-lungo termine (5-10 anni) sono prossimi allo zero (FIG. 3.3).

Passando dai tassi per scadenza ai corrispondenti tassi impliciti, si conferma che il maggior livello dei tassi europei riguarda solo le prospettive di breve termine: i tassi impliciti per gli intervalli 1-5 e 5-10 anni sono pressoché uguali nelle due zone (FIG. 3.3). In particolare, è sin dalla creazione della moneta unica che il differenziale fra i tassi impliciti europei ed americani relativi alle scadenze più lontane (5-10 anni) si è sempre mantenuto prossimo a zero (si veda lo scorso numero dell'*Osservatorio* per una spiegazione), e questo implica che le principali oscillazioni dei tassi a lunga europei ed americani non possono che avvenire in fase, indipendentemente dalle relative politiche monetarie.

Le aspettative sui tassi di mercato. A inizio giugno 2002 la curva dei tassi impliciti della zona-Euro risultava pressoché corrispondente a quella di febbraio: a fine giugno, invece, la curva è diventata meno ripida, probabilmente in seguito alle notizie sul miglioramento del cambio e al rallentamento dell'inflazione; sembra comunque che, secondo gli operatori, la fase di tassi a breve calanti sia giunta alla fine: la curva dei tassi impliciti risulta ormai tutta crescente (FIG. 3.4)

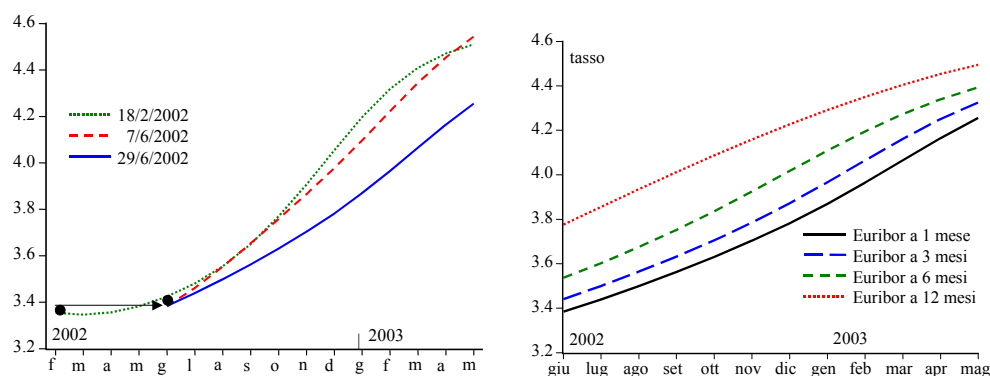
FIG. 3.4 – Struttura dei tassi impliciti mensili
(fino a 12 mesi; Euribor, oltre 12 mesi IRS)



Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il Sole 24Ore*, vari numeri;

Nota: interpolazione non lineare con fuzzy OLS di Giles e Draeseke (2001).

FIG. 3.5 – Evoluzione delle aspettative e previsioni ricavate dai tassi impliciti del 29 giugno 2002



Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il Sole 24Ore*, vari numeri.

Nota: i punti in grassetto identificano i valori effettivi.

Le previsioni di febbraio sull'evoluzione dei tassi a breve (Euribor a 1 mese) ricavate dalla curva dei tassi impliciti di allora, si sono dimostrate corrette; le aspettative per i mesi successivi, che, fino alla prima parte di giugno erano quasi uguali a quelle di febbraio, a fine giugno si sono tuttavia spostate verso il basso: rimane sempre l'aspettativa di un aumento dei tassi a breve, ma meno rapido (FIG. 3.5).

Quest'ipotesi di aspettative al rialzo è confermata da un'inchiesta de *Il Sole 24Ore* (TAB. 3.2) relativa alle scadenze di 2, 10 e 20-30 anni. Essa dovrebbe riguardare tutti i principali paesi e dall'inchiesta risulta anche che gli intervistati si aspettano un'ulteriore ripresa dell'euro nei confronti delle altre valute.

TAB. 3.2 – Aspettative sul rendimento dei titoli e sul cambio

Paese	Scadenza						Cambio dell'euro	
	2 anni		10 anni		20-30 anni		set. 2002	dic. 2002
	sett. 2002	dic. 2002	set. 2002	dic. 2002	set. 2002	dic. 2002		
Italia	4,42	4,85	5,41	5,66	5,66	5,85	-	-
Area Euro	4,35	4,72	5,20	5,41	5,56	5,64	-	-
Regno Unito	5,04	5,39	5,59	5,52	5,09	5,30	0,63	0,65
USA	3,72	4,54	5,30	5,60	5,80	5,98	0,95	0,98
Giappone	0,13	0,22	1,53	1,81	2,43	2,68	118,2	123,4

Fonte: *Il Sole 24Ore*, 8 giugno 2002, p. 37 (sondaggio del giugno 2002).

Per quanto riguarda i rendimenti a 1 mese, comunque, nei prossimi mesi i tassi europei dovrebbero rimanere più alti di quelli degli USA, mentre per quelli giapponesi non sono attese variazioni di rilievo (TAB 3.3).

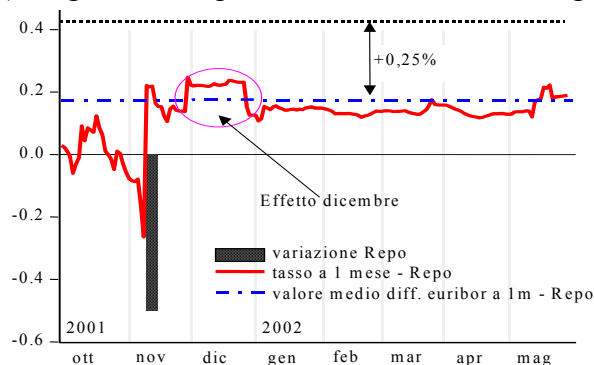
TAB. 3.3 – Tassi d’interesse a 1 mese: rendimento atteso (tassi impliciti) in zona-Euro, USA e Giappone

Data	Euro	Dollaro	Yen
2002 Giu	3,44	1,84	0,05
Lug	3,49	1,86	0,07
Ago	3,54	1,88	0,09
Set	3,57	1,97	0,09
Ott	3,65	2,00	0,14
Nov	3,84	2,19	0,05
Dic	3,81	2,23	0,10
2003 Gen	3,88	2,33	0,11
Feb	4,02	2,48	0,13
Mar	4,06	2,73	0,13
Apr	4,18	2,88	0,10
Mag	4,28	3,06	0,13

Fonte: nostra elaborazione su dati de *Il Sole 24Ore*, 29 giugno 2002.

Le aspettative sui tassi ufficiali. La FIG. 3.6, che riporta l’andamento del differenziale tra Euribor a 1 mese e Repo e la variazione del Repo di novembre 2001, mostra che, almeno fino a giugno 2002 (ultima informazione disponibile), il mercato ha sempre ritenuto che il Consiglio direttivo non avrebbe variato i tassi ufficiali: il grafico è sempre rimasto piatto e il differenziale si è sempre situato in prossimità del suo valor medio storico. In nessun caso esso si è avvicinato alla soglia del +0,25% (variazione minima del Repo introdotta dalla BCE).

FIG. 3.6 – Differenziale tra Euribor a 1 mese e Repo e variazione del Repo
(dati giornalieri; periodo 1 ott. 2001 – 30 mag. 2002)

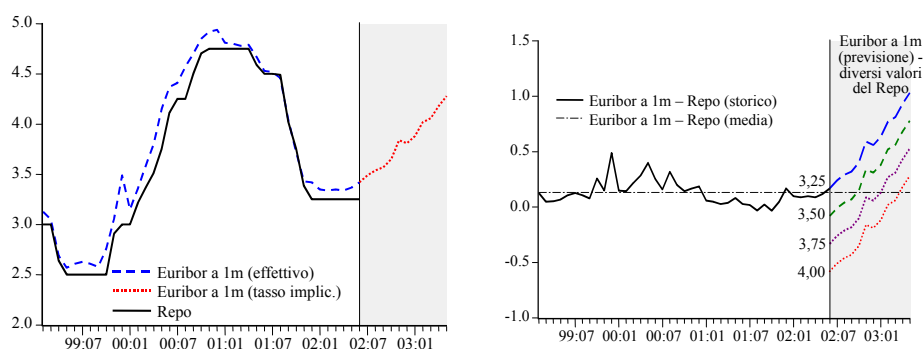


Fonte: Datastream e nostre elaborazioni.

Lo scenario cambia radicalmente se si passa alle aspettative del mercato per i prossimi mesi: la crescita attesa dei tassi d'interesse, e in particolare dell'Euribor a 1 mese notoriamente legato al Repo, indica che gli operatori si attendono, anche dopo la flessione della curva dei tassi impliciti della seconda metà di giugno, un incremento dei tassi ufficiali dell'ordine di 75-100 punti base nei prossimi 12 mesi. Storicamente, infatti, l'andamento del Repo e dell'Euribor a 1 mese sono sempre stati legati fra loro e le aspettative di un rialzo dell'uno non possono che implicare anche aspettative di un rialzo dell'altro (FIG. 3.7).

Per quanto riguarda invece *il momento* in cui la BCE attuerà i suoi interventi, si possono fare solo delle congetture, di valore puramente indicativo. Neanche nell'ipotesi, del tutto irrealistica, che le previsioni sull'Euribor a 1 mese ricavate dai tassi impliciti fossero “perfette”, il corrispondente valore del Repo sarebbe puntualmente determinabile in quanto i suoi movimenti sono discontinui (le variazioni sono multiple di 0,25 punti, sinora 0,25 o 0,50): ad ogni possibile livello del Repo si può quindi associare, al più, un certo livello di probabilità, un'indicazione delle quali è riportata nella TAB. 3.4.

FIG. 3.7 - Euribor a 1 mese, Repo e loro differenziale
(dati mensili; periodo gen. 1999 – giu. 2002 e lug.2002 – mag. 2003)



Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE e *Il Sole 24Ore* del 29 giugno 2002.
Nota: per il periodo luglio 2002–maggio 2003 previsione Euribor = tassi impliciti.

Questi valori sono stati costruiti stimando l'equazione che lega il Repo all'Euribor mensile¹. Supponendo che i residui siano distribuiti secondo una gaussiana, e ipotizzando che le stime dell'Euribor siano delle *perfette previsioni* del suo valore effettivo, sono state calcolate le probabilità dei vari valori che il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali poteva assumere tra luglio e dicembre 2002 in base alla curva dei tassi impliciti calcolata immediatamente dopo la riunione di giugno del Consiglio direttivo. Risultava che, nel caso di variazioni di 25 punti base per volta, il passaggio del Repo dal 3,25% al 3,5% sarebbe dovuto avvenire entro agosto (con buona probabilità anche a luglio), cui doveva seguire un ulteriore aumento a settembre o ottobre (e, comunque entro novembre), e, forse, uno anche a dicembre (TAB. 3.4).

I risultati sono cambiati dopo la rotazione verso il basso, avvenuta nella seconda metà di giugno, della curva dei tassi impliciti. Ora il primo aumento potrebbe essere rinviato anche a dopo l'estate (il mese più probabile sembrerebbe settembre, anche se non si possono escludere agosto o ottobre; luglio è invece diventato meno probabile). E' inoltre pressoché impossibile che il Repo tocchi la soglia dei 4 punti durante il 2002. Se lo farà, questo dovrebbe avvenire non prima della primavera del 2003.

TAB. 3.4 – Probabilità (in %) dei possibili valori del Repo (valori di fine mese) nell'ipotesi di “perfetta previsione” dell'Euribor a 1 mese

	Possibili valori del Repo					
	3,25	3,50	3,75	4,00	4,25	4,50
Data	Probabilità dei possibili valori del Repo (in %)					
2002 Lug	5,3	85,5	9,2	-	-	-
Ago	0,6	66,2	33,2	-	-	-
Set	-	23,6	75,0	1,3	-	-
Ott	-	2,3	80,4	17,3	-	-
Nov	-	0,1	44,5	55,2	0,3	-
Dic	-	-	9,6	85,3	5,1	-

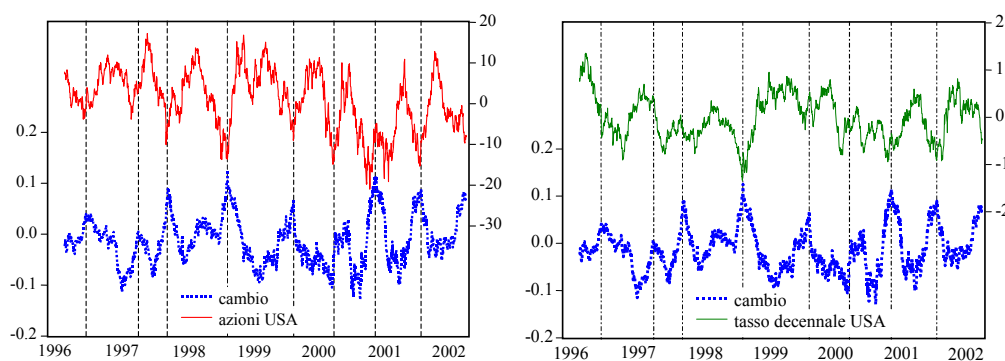
Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE e *Il Sole 24Ore* del 7 giugno 2002.

¹ L'equazione stimata è $Repo_t = Repo_{t-1} - \lambda(\alpha + Repo_{t-1} - E1M_t) + \beta\Delta(DIC1999_{t+1}) + \gamma SET2001_{t-1}$ (dove E1M è l'Euribor a 1 mese; DIC1999 e SET2001 sono due variabili di comodo (*dummies*) rispettivamente per il dicembre 1999 e il settembre 2001).

Il cambio. Nelle ultime settimane, e in particolare nella seconda metà di giugno, il cambio dollaro/euro, cioè il valore dell'euro nei confronti del dollaro, ha segnato una forte ripresa, portandosi a ridosso del rapporto 1 a 1. Questa ripresa dell'euro risulta, però, com'era stato anche per le precedenti flessioni, slegata dall'attività delle banche centrali. Sia in Europa che in USA i tassi ufficiali sono fermi da novembre e sul mercato valutario non si ha notizia di interventi diretti di qualche rilievo.

La FIG. 3.8, che riporta le variazioni a tre mesi del cambio, dell'indice azionario americano e dei tassi a lunga sui titoli di Stato USA, dimostra, ancora una volta, l'esistenza di un legame speculare tra le fluttuazioni del valore dell'euro e l'andamento di queste altre variabili, in particolare dell'indice delle azioni. Buona parte dell'ultima ripresa dell'euro è avvenuta infatti in corrispondenza di una forte flessione della borsa americana, oltre che di una discesa dei tassi a lungo termine negli USA.

FIG. 3.8 – Cambio dollaro/euro, azioni e tasso a lunga negli USA
(medie mobili a 3 mesi, dati giornalieri, periodo 1.1.1996 – 18.6.2002)

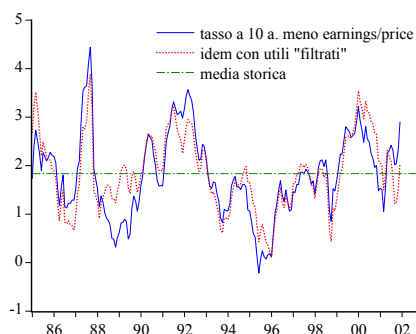


Fonte: Datastream e nostre elaborazioni.

Nota: per le azioni variazioni log. standardizzate fino al 2000 del Dow Jones, poi Nasdaq;
le linee verticali rappresentano le punte di massima ripresa dell'euro.

La borsa americana, ritornata a settembre 2001 a un valore sostanzialmente allineato ai suoi fondamentali (FIG.3.9), era poi sensibilmente cresciuta rispetto agli utili nella parte finale dell'anno, per subire poi un forte ridimensionamento, riconducibile in buona parte a un'ondata di pessimismo che ha favorito la ripresa dell'euro.

FIG. 3.9 – Differenziale fra tasso a 10 anni e rapporto earnings/price negli Stati Uniti (periodo gen. 1985 – dic. 2001)



Fonte: Shiller (2001) e Fed (nostre elaborazioni).

Nota: indice di borsa = SP500, utili “filtrati” = utili depurati per le componenti transitorie (filtro di Hodirck-Prescott).

Una spiegazione più formale del fenomeno può essere ricavata, come già fatto in precedenti numeri dell'*Osservatorio*, nella relazione di equilibrio intercorrente tra tassi interni europei $R_{\text{€}}$, tassi esteri (americani) $R_{\text{\$}}$ e la rivalutazione attesa dell'euro c^E (formula della parità scoperta – per semplicità trascuriamo le altre componenti della formula):

$$R_{\text{€}} + c^E = R_{\text{\$}}$$

(dove la rivalutazione attesa c^E è definita dal rapporto tra cambio futuro atteso C^E_{t+1} e quello attuale C : $c^E = C^E_{t+1} / C - 1$)

Sostituendo al posto della svalutazione attesa la sua espressione e risolvendo il risultato così ottenuto per il cambio si ottiene la relazione (1) valida per il periodo t :

$$C = C^E_{t+1} / (1 + R_{\text{\$}} - R_{\text{€}}) \quad (1)$$

Secondo questa relazione, il valore C dell'euro rispetto al dollaro, cioè il cambio dollaro/euro, cresce all'aumentare del cambio C^E_{t+1} atteso in t per $t+1$ e al ridursi dei rendimenti americani $R_{\text{\$}}$.

Allo stesso modo, si può ricavare l'espressione per il valore atteso in t sul cambio in $t+1$, a sua volta legato all'aspettativa sul cambio in $t+2$ e sui rendimenti attesi per $t+1$:

$$C^E_{t+1} = C^E_{t+2} / (1 + R^E_{\text{\$}_{t+1}} - R^E_{\text{€}_{t+1}}) \quad (2)$$

Supponendo per semplicità che $t+2$ si riferisca a un tempo abbastanza “lontano”, si può supporre che il valore atteso del cambio in $t+2$ dipenderà dalle aspettative sui fondamentali delle due economie, come il valore atteso del rapporto tra i prezzi dei beni, i relativi indebitamenti esteri, etc.

Ne consegue che il cambio in t , legato all’aspettativa del cambio in $t+1$, il quale a sua volta è spiegato dalla relazione (2), sarà influenzato dalle aspettative sull’andamento dei fondamentali delle due economie e dai rispettivi rendimenti effettivi e futuri attesi.

Poiché i fondamentali, e il loro impatto sul cambio, nel breve periodo possono essere stimati solo con molta approssimazione e con un’ampia fascia di incertezza, ne consegue che – a parte episodi particolari – la loro influenza sui movimenti di breve periodo del cambio è normalmente poco rilevante.

D’altra parte, già durante il lungo periodo di deprezzamento dell’euro, buona parte degli economisti che si erano direttamente interessati del problema, avevano individuato nel differenziale dei tassi, nell’andamento dei prezzi delle azioni e nei differenziali di crescita attesa delle due economie la debolezza dell’euro nei confronti del dollaro (TAB. 3.5).

Tenendo conto di questo, risulta subito chiaro che la recente ripresa dell’euro è in buona parte spiegabile utilizzando le relazioni (1) e (2).

Dalla relazione (1) deriva infatti che la riduzione dei tassi a lunga americani ha portato con sé una tendenza all’apprezzamento dell’euro, visto che si è ridotta una variabile ($R\$$) che appare al denominatore e che, pertanto, ha un effetto negativo sul cambio.

A loro volta, per quanto riguarda il mercato azionario, la cattiva performance dell’indice di borsa americano, avvenuta nonostante gli interventi espansivi della Fed e il basso livello dei tassi a lunga, segnala l’esistenza di aspettative pessimistiche sul futuro andamento economico delle imprese e sulla crescita dell’economia americana, e, di conseguenza, di aspettative di bassi rendimenti futuri $R\$^E_{t+1}$ delle attività - finanziarie e soprattutto reali (investimenti di portafoglio e investimenti diretti) - di quel paese. Ciò ha depresso le aspettative sulla forza del dollaro rafforzando quelle sul cambio C^E_{t+1} (equazione 2) e, di conseguenza, migliorando il cambio corrente C (equazione 1).

TAB. 3.5 – L’opinione degli economisti del Committee on Economic and Monetary Affairs sulle determinanti di breve periodo del cambio

Autore e data	Principali variabili che influenzano il cambio dollaro/euro				
	Differenziali tassi d’interesse	Prezzi azionari USA	Differenziali e di crescita economica	Necessità di diversificaz. di portaf.	Psicologia di mercato
Fitoussi 28.5.2001			*		
Mazier 28.5.2001			*?		
Thygesen 28.5.2001			*?		
Wyplosz 28.5.2001	*?		*		*
Porte 5.3.2001	(*)	*	(*)		*
Thygesen 5.3.2001	*?		(*)		
Wyplosz 5.3.2001		*	*		
Eijffinger 23.11.2000				*	
Mazier 23.11.2000		*	*	*	
Waler 23.11.2000				*	
Eijffinger 20.6.2000			*		
Horn 20.6.2000			*		
Mazier 20.6.2000	*	* (bolla)	*		
Wyplosz 20.6.2000	*		*(Invest. diretti)	*	
	(aspettative)				

Fonte: nostra sintesi delle varie pubblicazioni

Note: * = causa principale e determinante; (*) = causa certa non necessariamente determinante; *? = causa dubbia.

3.3 Le banche italiane: impieghi, raccolta e tassi di interesse*

Il primo quadrimestre del 2002 si è caratterizzato per due tendenze contrapposte: da un lato, la crescita molto sostenuta della raccolta bancaria e, dall'altro, l'ulteriore rallentamento della dinamica dei prestiti, i cui tassi di variazione si mantengono comunque al di sopra dei valori medi rilevati per i 12 paesi dell'UE. I tassi di interesse bancari hanno mostrato una tendenziale stabilità.

Gli impieghi. La tendenziale decelerazione dei prestiti, in atto già nel corso del 2001, si è acuita durante i primi mesi del 2002. Come indicato dalla TAB. 3.6, ad aprile 2002 il tasso di variazione degli impieghi totali era pari a 4,6%, ben 6,1 punti percentuali in meno del dato registrato ad aprile 2001 (10,7%). Tale dinamica è principalmente determinata dall'andamento dei prestiti a

* A cura di L. Nieri e S. Corona.

breve termine, che ad aprile 2002 si sono mantenuti pressoché stabili (+0,5%), diversamente dai prestiti a medio-lungo termine la cui crescita si mantiene invece sostenuta (+11,3% ad aprile). Con riferimento all'andamento del credito a medio-lungo termine, va inoltre ricordato l'effetto della crescente diffusione di operazioni di cartolarizzazione che - determinando l'eliminazione dal bilancio dei crediti ceduti - comporta verosimilmente una sottostima dell'effettiva crescita. Queste operazioni di cessione di parte del portafoglio prestiti non sono più prerogativa esclusiva delle banche di maggiori dimensioni e hanno raggiunto consistenze elevate: nel 2001 sono stati cartolarizzati impieghi vivi per 12 miliardi di euro (l'1,4% della consistenza a inizio anno), oltre il 79% in più rispetto al 2000.

Come suggerito nel precedente numero di Osservatorio, il difforme andamento delle due componenti dei prestiti è in larga parte ascrivibile al diverso comportamento delle due principali categorie di prenditori: le imprese - cui fa capo un'elevata percentuale del credito a breve termine - in generale risentono negativamente dell'attuale fase congiunturale e in taluni casi hanno avviato processi di razionalizzazione delle fonti di finanziamento, sostituendo i prestiti bancari con fondi raccolti sul mercato tramite emissioni obbligazionarie; dall'altro lato, le famiglie, la cui propensione all'indebitamento aumenta, allineandosi gradualmente a quella degli altri paesi europei soprattutto per quanto concerne la stipula di prestiti per l'acquisto di immobili e beni durevoli.

La contenuta crescita degli impieghi è dovuta altresì alle più attente politiche di concessione di prestiti adottate dalle banche italiane: sebbene il tasso di variazione delle sofferenze si mantenga ampiamente negativo e l'incidenza delle sofferenze sugli impieghi non vari nel corso del primo quadrimestre dell'anno (4,7% sia ad aprile che a gennaio 2002), la recente crisi di imprese sia italiane che estere, e, più in generale, i moniti circa una possibile minore crescita dell'economia hanno aumentato la percezione del rischio insito nell'attività di prestito. Non risulta, peraltro, che siano in atto forme di razionamento del credito alle imprese di minori dimensioni, tipicamente caratterizzate da un più elevato profilo di rischio: a marzo la quota sul totale dei prestiti (incluse sofferenze) delle famiglie produttrici si manteneva infatti stabile sui valori di dodici mesi prima, intorno all'11% (giugno 2002).

Con riferimento ai timori di una significativa crescita dei prestiti problematici riconducibile al rallentamento dell'economia, essi non sembrano al momento essere pienamente giustificati né dalle tuttora distese condizioni di finanziamento che agevolano il servizio del debito, nè, sotto un profilo più strutturale, dalla soddisfacente crescita della redditività delle imprese non finanziarie registrata negli ultimi anni, accompagnata del rafforzamento della loro struttura patrimoniale.

TAB. 3.6 - Tassi di variazione annua delle principali voci dell'attivo delle banche italiane

		Impieghi				Portafoglio titoli	
		Totali	Vivi			Titoli di Stato e obbligaz.	Azioni e Partecipaz.
			Totali	a breve	a m/l		
2001	Gen	11,2	13,5	16,5	10,6	-17,6	3,0
	Apr	10,7	12,8	16,4	9,3	-14,6	-6,7
	Lug	8,9	11,2	12,9	9,6	-12,6	-2,2
	Ott	7,7	9,7	9,1	10,3	-10,8	-3,9
2002	Gen	6,5	7,7	6,0	9,6	-5,5	4,4
	Feb	6,5	7,8	5,8	9,8	-5,2	9,4
	Mar	5,3	6,4	2,4	10,6	-1,1	11,9
	Apr	4,6	5,8	0,5	11,3	-	-

Fonte: Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico*.

Per quanto riguarda invece l'investimento in titoli, la TAB. 3.6 evidenzia che a fronte di una riduzione della consistenza di titoli di Stato e obbligazioni (-1,1% a marzo 2002 rispetto ad un anno fa) si è avuto un significativo aumento degli altri titoli di debito (+11,9%). La crescita dei titoli *corporate* detenuti dalle banche si spiega con la ricerca da parte di queste ultime di titoli con rendimento più alto, seppure a fronte di un maggior rischio, rispetto ai titoli di Stato. L'aumentata domanda di questa tipologia di titoli viene inoltre assecondata dal comportamento delle imprese che attraverso l'emissione di obbligazioni diversificano le fonti di indebitamento, approfittando dei bassi tassi praticati nei mercati finanziari.

La raccolta. La raccolta bancaria ha registrato nel corso del primo quadrimestre del 2002 tassi di crescita ancora molto sostenuti (+10,7% ad aprile 2002, TAB. 3.7). La componente più dinamica è senza dubbio rappresentata dai depositi in c/c che crescono in ragione d'anno a tassi prossimi a +10,7% e

rappresentano alla fine del quadrimestre il 44% dei fondi raccolti. A questo andamento hanno contribuito essenzialmente due fenomeni: *in primis*, le performance negative dei mercati azionari e le incertezze circa il futuro andamento dei tassi di interesse che hanno orientato le scelte degli investitori sia privati sia istituzionali verso strumenti ad elevata liquidità; in secondo luogo le agevolazioni previste per il rientro dei capitali dall'estero - il c.d. scudo fiscale - che ha favorito l'afflusso di somme verso il nostro sistema bancario inizialmente presso i c/c (secondo le ultime comunicazioni del Ministero dell'Economia a fine giugno erano stati rimpatriati oltre 52 miliardi di euro).

Altrettanto vivace è stata la dinamica delle obbligazioni la cui consistenza a fine aprile si avvicina ormai ai 350 miliardi di Euro (il 35% del totale della raccolta), con un incremento del 10,3% su base annua. Con riferimento a questi strumenti si osserva una crescente preferenza delle banche per le emissioni a tasso fisso, che rappresentano il 55% delle nuove emissioni nel quadrimestre, e che si spiega anche con la struttura a tendere della curva dei tassi. Inoltre, grazie anche alla sostenuta intensità di emissioni con vincolo di subordinazione, negli ultimi mesi si registra un progressivo allungamento delle scadenze.

Si conferma pertanto la forte polarizzazione della raccolta su queste due forme tecniche antitetiche: estremamente liquida e a tasso variabile quella relativa ai c/c, a media-lunga scadenza e in buona percentuale a tasso fisso quella derivante dalle emissioni obbligazionarie. Resta pertanto ancora da colmare la lacuna relativa ai fondi con scadenze intermedie, anche se in questi primi mesi dell'anno i depositi a risparmio (i depositi il cui rimborso necessita di preavviso; TAB. 3.7) mostrano tassi di crescita positivi per la prima volta dagli inizi del 1998.

Si mantiene tendenzialmente invariato rispetto al 2001 il mismatching di scadenze tra attivo e passivo: l'incidenza della raccolta a breve termine sugli impieghi di analoga scadenza è pari a fine aprile a 1,4% (1,3 ad aprile 2001) e quella della raccolta a medio lungo termine sugli impieghi di pari scadenza è 0,73 (0,73 ad aprile 2001).

E' proseguita anche nei primi mesi dell'anno la contrazione delle attività di gestione del risparmio svolte dalle banche: la componente gestita della raccolta indiretta (rappresentata in larga parte da gestioni in fondi comuni) è difatti diminuita del 12,8% nei 12 mesi che culminano a marzo 2002, verosimilmente a

causa dell'elevata volatilità dei mercati finanziari che ha per contro favorito un aumento degli investimenti diretti in titoli, segnatamente titoli di debito a rischio contenuto. La richiesta dei risparmiatori di investimenti a breve termine e a basso rischio ha inoltre determinato una ripresa dei pronti contro termine (P/T) che ad aprile hanno fatto registrare un tasso di variazione annuo pari a +10,6%.

TAB. 3.7 - Tassi di variazione annua delle principali voci del passivo e raccolta indiretta delle banche italiane

		Depositi					Totale Obblig.	Raccolta Diretta	Raccolta Indiretta (Titoli in deposito)	
		totali	a vista	con durata prestab.	rimb.con preavv.	P/T			Totale	di cui: gestita
2001	Gen	0,3	0,0	-18,8	-8,3	38,7	10,6	3,6	2,6	-3,7
	Apr	0,1	-0,2	-20,5	-6,7	35,6	10,0	3,3	6,2	-14,8
	Lug	1,8	3,1	-20,9	-5,7	25,4	12,0	5,2	5,1	-14,1
	Ott	4,8	6,9	-17,1	-2,4	20,7	11,3	7,0	4,5	-19,2
2002	Gen	7,1	11,4	-11,1	3,1	3,1	11,1	8,5	8,7	-12,5
	Feb	9,3	13,8	-9,9	4,7	6,2	10,9	9,9	8,5	-12,6
	Mar	9,1	12,6	-7,6	4,3	8,3	10,3	9,5	8,7	-12,8
	Apr	8,3	10,7	-6,3	4,3	10,6	10,3	9,0	-	-

Fonte: Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico*.

Tassi attivi. Ponendo presumibilmente termine alla marcata tendenza al declino evidenziata anche nell'ultimo quadrimestre dell'anno 2001, nei primi quattro mesi dell'anno l'intera struttura dei tassi di interesse attivi praticati dalle banche è rimasta pressoché inalterata rispetto ai dati di fine 2001 o al più si è ridotta di pochi punti base. Il tasso medio sui prestiti a breve è passato infatti dal 5,83% al 5,76% di aprile, quello sulle consistenze di prestiti a medio-lunga scadenza è viceversa diminuito di circa 10 punti base, passando nello stesso periodo dal 5,61% al 5,50% (TAB. 3.8).

Un timido segnale di aumento emerge dalle erogazioni di prestiti a medio termine alle imprese, il cui tasso sale tra gennaio e aprile 2002 da 4,59% a 4,73%.

Gli andamenti sopra illustrati appaiono per certi aspetti in controtendenza rispetto ai tassi di mercato - segnatamente Euribor e tasso sui Bund a 10 anni - che mostrano nello stesso periodo un lieve aumento. Conseguentemente l'ampiezza

del *mark-up* a breve termine si è ridotta nel quadrimestre, passando dal 2,49% di gennaio al 2,35% di aprile (FIG. 3.10/c).

TAB. 3.8 – Tassi attivi (sui crediti in Euro)

		A breve			A medio-lungo		
		c/c	Min.	Medio	sulle consist.	sulle nuove erogazioni	
						alle imprese	alle famiglie
2001	Gen	7,62	4,72	6,84	6,57	5,95	6,92
	Apr	7,54	4,69	6,71	6,48	5,90	6,88
	Lug	7,42	4,55	6,59	6,26	5,45	6,63
	Ott	7,21	3,99	6,29	6,03	4,94	6,39
2002	Gen	6,73	3,51	5,83	5,61	4,59	6,00
	Feb	6,73	3,47	5,81	5,59	4,81	5,98
	Mar	6,70	3,47	5,77	5,52	4,75	5,91
	Apr	6,69	3,48	5,76	5,50	4,73	5,94
20-apr-02		6,70	3,48	5,77			
30-apr-02		6,68	3,49	5,77			
10-mag-02		6,72	3,50	5,77			

Fonte: Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico*.

Tassi passivi. Analogamente ai tassi attivi, il primo quadrimestre del 2002 ha visto una sostanziale stabilità dei tassi passivi. Il tasso medio sui depositi in c/c ha mostrato nel periodo gennaio-aprile 2002 un aumento di 2 punti base mentre vi è stata una contrazione del tasso massimo applicato sui depositi, sceso da 3,43% a 3,32%. Sul versante del medio-lungo termine, i tassi applicati alle nuove emissioni di obbligazioni a tasso variabile mostrano un lieve aumento (+20 punti base nel quadrimestre) (TAB. 3.9).

Gli spread. Nel primo quadrimestre dell'anno gli spread tra tassi attivi e passivi si sono caratterizzati per un profilo sostanzialmente stabile, con fluttuazioni di lieve entità (FIG. 3.10). In particolare, lo spread a breve termine, proseguendo sul sentiero discendente intrapreso nel novembre scorso, si è posizionato nella media di aprile al 4,31% (-7 centesimi su gennaio), livello verosimilmente molto prossimo al punto di inversione della tendenza ribassista.

FIG. 3.10/a - SPREAD1 = Tasso medio attivo b/t - Tasso medio depositi

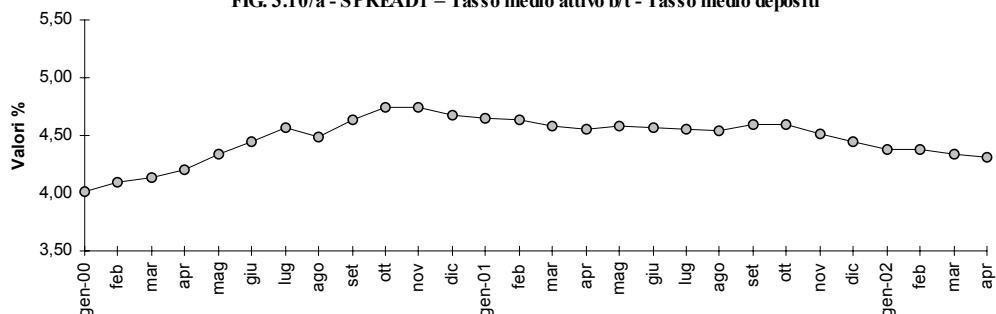


FIG. 3.10/b - SPREAD2 = Tasso medio attivo m/l - Tasso medio obbligazioni

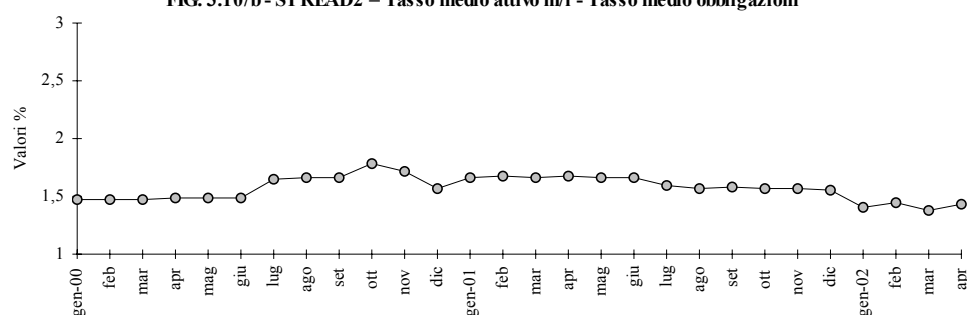


FIG. 3.10/c - MARK UP = Tasso medio attivo b/t - EURIBOR 3 mesi

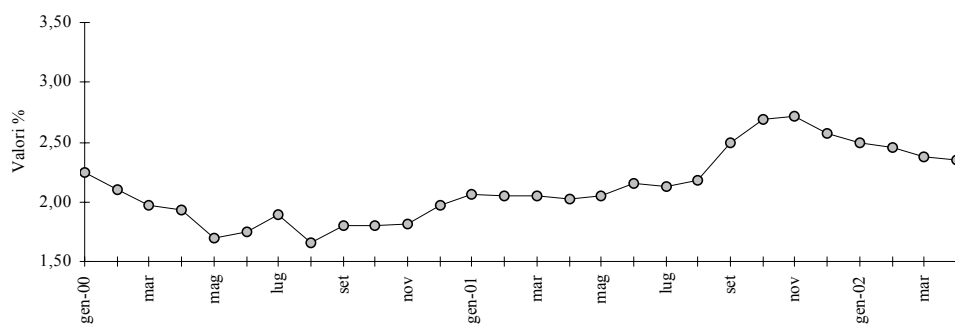
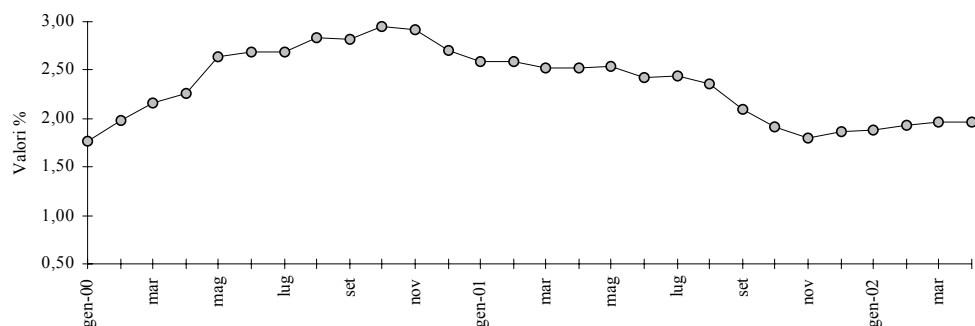


FIG. 3.10/d - MARK DOWN = EURIBOR 3 mesi - Tasso medio depositi



Diversamente, lo spread calcolato tra il rendimento degli impieghi a più lungo termine e il costo delle obbligazioni ha evidenziato, già nel corso del quadrimestre, tensioni al rialzo, attestandosi in aprile all'1,43% (+2 centesimi su gennaio).

TAB. 3.9 – Tassi passivi (sui depositi in Euro)

	Depositi				Obbligazioni		
	c/c	CD lire	Max Depositi	Medio Depositi	medio consist.	Emissioni	
						Tasso fisso	Tasso var.
2001 Gen	2,08	3,89	4,67	2,19	4,91	4,59	4,52
Apr	2,08	3,76	4,61	2,16	4,81	4,36	4,53
Lug	1,96	3,58	4,44	2,03	4,66	4,23	4,13
Ott	1,60	3,47	3,97	1,69	4,46	3,74	3,92
2002 Gen	1,37	3,15	3,43	1,45	4,20	3,75	3,40
Feb	1,36	3,05	3,34	1,43	4,14	3,72	3,48
Mar	1,36	2,98	3,34	1,44	4,14	3,92	3,55
Apr	1,39	2,92	3,32	1,45	4,07	3,92	3,61
20-apr-02	1,39	2,92	3,32	1,45			
30-apr-02	1,39	2,89	3,31	1,45			
10-mag-02	1,40	2,89	3,32	1,46			

Fonte: Banca d'Italia, *Supplementi al Bollettino Statistico*.

3.4 Le previsioni dei tassi bancari*

Da gennaio ad aprile 2002 (ultimo dato disponibile) i tassi bancari hanno presentato, come previsto nello scorso numero dell'*Osservatorio*, solo minime variazioni data la sostanziale stabilità dei rendimenti a breve (TAB. 3.10). In particolare, i tassi attivi medi sono scesi di 8 punti base, esauendo così la loro preesistente tendenza al ribasso; il rendimento dei CD oltre i 18 mesi e quello delle obbligazioni bancarie, più sensibili ai rendimenti a medio termine a loro volta in crescita, sono invece aumentati rispettivamente di 12 e 20 punti base.

Per quanto riguarda le previsioni dei tassi bancari (RIQUADRO n. 1), l'ipotesi di partenza per le loro stime è che, nella seconda parte del 2002, l'Euribor a un mese segua il profilo tracciato dai tassi impliciti di giugno (ultimo dato disponibile). Dalle medie mobili dei valori attesi dell'Euribor a 1 mese, sono

* A cura di G. Verga.

RIQUADRO n. 1 - Le equazioni utilizzate nelle stime dei tassi bancari

Le equazioni impiegate nella stima dei tassi bancari hanno subito alcune revisioni. In particolare, dalle regressioni sono state tolte le osservazioni più vecchie per rendere le equazioni più maneggevoli e più vicine alla realtà attuale. Sono state così eliminate le componenti delle regressioni che servivano unicamente per spiegare anomalie degli anni più lontani e quelle particolari forme funzionali utili solo quando si introducevano in una stessa regressione tassi molto elevati (come in Italia prima del 1997) insieme a tassi relativamente bassi (come dopo il 1999).

Le nuove regressioni sono le seguenti:

$$D(Rimpb) = c(1) + c(2)*[Rimpb(-1)-E3m] + c(3)*(D(Tus))^- + c(4)*(D(Tus(-1)))^- + c(5)*(D(Tus))^+ + C(6)*(E3m(-1)-E3m(-3)) ;$$

periodo: gen. 1997 – apr. 2002

$$D(Rcc) = c(1) + c(2)*Rcc(-1) + c(3)*E3m + c(4)*(D(Tus))^- + c(5)*(D(Tus(-1)))^- + c(6)* (D(Tus(-1)))^+ + c(7)*D(E3m) + c(8)*D(Rcc(-1)) ;$$

periodo: gen. 1998 – apr. 2002

$$D(Rcd6) = c(1) + c(2)*Rcd6(-1) + c(3)*E3m(-1) + c(4)*(D(Tus))^- + c(5)*(D(Tus(-1)))^- + c(6)*(D(Tus(-1)))^+ + c(7)*D(E3m(-1)) ;$$

periodo: gen. 1997 – apr. 2002

$$Dlog(Rcd18) = c(1) - [c(3)+c(4)*log(Rcd18(-1)) + c(3)*log(E3_6_12m(-1)) + c(4) *log(Rendiob(-1))+c(5)*(Dlog(Tus))^-+c(6)*(Dlog(Tus(-1)))^-+c(7)*(Dlog(Tus))^+ ;$$

periodo: gen. 1997 – apr. 2002

$$D(Reobbl) = c(1) + c(2)*(Rendiob-Reobbl(-1));$$

periodo: gen. 1998 – apr. 2002

Dove:

Rimpb = tasso medio impieghi a breve; Rcc = rendimento C/C; rcd6 = rendimento certificati di deposito sotto i 6 mesi; Rcd18 = rendimento certificati di deposito a cedola fissa oltre i 18 mesi; Reobbl = rendimento emissioni obbligazionarie a cedola fissa; E3m = dal 1999 Euribor a 3 mesi, prima interbancario a 3 mesi (serie corretta per eliminare una discontinuità); E3_6_12m = dal 1999 media rendimenti Euribor a 3, 6 e 12 mesi, prima interbancario (serie corretta per eliminare una discontinuità); Tus = fino al dicembre 1998 tasso ufficiale di sconto, poi Repo; Rendiob = rendimento effettivo di mercato delle obbligazioni bancarie; D(x) = variazione della generica variabile x; Dlog(x) = variazione logaritmica di x; x(-1) = valore della variabile x in t-1; (D(Tus))^- e (D(Tus))^+ = variazione rispettivamente negativa e positiva di Tus.

poi stati derivati i rendimenti attesi a 3 e 12 mesi. I tassi a 3 mesi così calcolati sono comunque allineati ai rendimenti impliciti nei prezzi dei contratti “*future Euribor*” a tre mesi calcolati dalla BCE (*Bollettino mensile*, giugno 2002, p. 23).

TAB. 3.10 – Andamento dei tassi bancari fra gennaio e aprile 2002

	REPO (media)		Euribor a 3m		Rendiob		Medio prestiti a breve			C/C			CD sotto i 18 mesi			CD sopra i 18 mesi			Obbligazioni bancarie a cedola fissa		
	(a)	(c)	(a)	(c)	(a)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)	(a)	(b)	(c)
Gen	3,25	-	3,34	-	4,92	-	5,84	5,84	5,84	1,37	1,37	1,37	2,55	2,56	2,56	2,87	2,88	2,88	3,75	3,75	3,75
Feb	3,25	3,25	3,36	3,35	5,06	5,14	5,81	5,78	5,78	1,36	1,37	1,37	2,54	2,56	2,56	2,92	2,88	2,88	3,72	3,84	3,90
Mar	3,25	3,25	3,39	3,36	5,18	5,27	5,77	5,73	5,75	1,36	1,38	1,38	2,54	2,56	2,56	2,97	2,90	2,90	3,93	3,95	4,04
Apr	3,25	3,25	3,41	3,39	5,20	5,37	5,76	5,70	5,72	1,39	1,38	1,38	2,53	2,57	2,57	2,99	2,93	2,92	3,92	4,01	4,15

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia e BCE;

Nota: (a) = valore effettivo, (b) = Stima ex-post = stima effettuata in base ai dati effettivi di Repo, Euribor e Rendiob; (c) = previsioni precedente Osservatorio.

Dalle previsioni dell'Euribor a 1 mese sono state poi ricavate le previsioni del valor medio mensile del Repo, le cui variazioni entrano nelle equazioni dei tassi d'interesse bancari insieme ai tassi di mercato, e i cui valori indicativi sono riportati nella TAB. 3.11. Data la difficoltà di stabilire il momento esatto delle variazioni dei tassi ufficiali, diversamente di quanto appare nella TAB. 3.11, nelle equazioni dei tassi bancari sono state introdotte tali e quali le previsioni del Repo senza arrotondamento al quarto di punto. Ciò consente, di fatto, di migliorare, per quanto possibile, la precisione delle stime dei tassi bancari.² Il Rendiob, che insieme ad altre variabili entra nelle nostre stime del rendimento dei CD a 12 mesi e delle emissioni obbligazionarie a cedola fissa, è stato calcolato mediante un'equazione che tiene conto sia della struttura dei tassi, sia dell'ipotesi che per il lungo periodo le aspettative dei tassi a lunga tendano a un valore che è indipendente dalla politica monetaria contingente.

I risultati delle varie stime sono sintetizzati nella TAB. 3.11.

² Un valore di 3,38, per esempio, dovrebbe essere arrotondato a 3,25 o 3,50. Il valore di 3,38 indica semplicemente che c'è una certa probabilità che il vero valore sia 3,25 e un'altra che sia 3,50 (o addirittura 3,75), e che comunque la media dei valori attesi, ponderati per la loro probabilità, è proprio 3,38. Per la nota proprietà statistica delle medie, l'utilizzo del valor medio consente di ridurre l'errore quadratico medio (*standard deviation*) delle stime.

TAB. 3.11 – Tassi di mercato, tassi bancari e previsioni (medie mensili)
(in neretto i valori già noti)

data	Repo (media mensile)	Euribor 3m.	Euribor 12 m.	Rendiob	Medio impieghi a breve	Passivo c/c	Tasso CD < 6m.	Tasso CD > 18 m.	Obbl. bancarie
2001 Dic	3,25	3,34	3,30	4,90	5,91	1,40	2,55	2,92	4,02
2002 Gen	3,25	3,34	3,48	4,92	5,84	1,39	2,55	2,87	3,75
Feb	3,25	3,36	3,59	5,06	5,81	1,39	2,54	2,92	3,72
Mar	3,25	3,39	3,82	5,18	5,77	1,39	2,54	2,97	3,93
Apr	3,25	3,41	3,86	5,20	5,76	1,39	2,53	2,99	3,92
Mag	3,25	3,46	3,95	5,24	5,76	1,40	2,55	3,07	4,02
Giu	3,25	3,51	3,83	5,28	5,77	1,41	2,57	3,09	4,08
Lug	3,25	3,53	3,85	5,28	5,79	1,41	2,58	3,13	4,11
Ago	3,25	3,59	3,89	5,29	5,82	1,43	2,61	3,17	4,13
Set	3,50	3,69	3,97	5,32	5,84	1,45	2,65	3,21	4,16
Ott	3,50	3,77	4,05	5,34	5,88	1,48	2,69	3,26	4,18
Nov	3,50	3,84	4,12	5,36	5,93	1,51	2,74	3,30	4,20
Dic	3,50	3,91	4,19	5,41	5,98	1,54	2,79	3,35	4,23

Fonte: nostre elaborazioni su dati BCE, Banca d'Italia, *Il Sole 24Ore*.

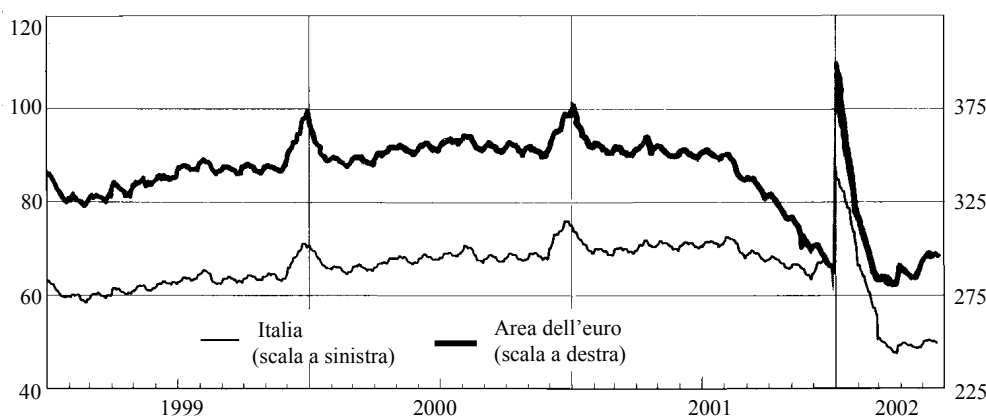
Ne emerge un profilo di crescita, all'inizio non molto rapido, ma che accelera negli ultimi mesi dell'anno, accompagnato da un leggero ampliamento dello *spread* fra i tassi attivi a breve e il tasso passivo sui conti correnti. Resta da vedere, comunque, se le aspettative del mercato, data la ripresa economica ancora non particolarmente forte e le previsioni inflazionistiche non eccessivamente cattive, non stiano sopravvalutando il futuro sentiero dei rendimenti delle attività finanziarie.

3.5 Il passaggio dalle valute nazionali all'euro - effetto su liquidità e prezzi

Il passaggio dalle valute nazionali all'euro, o, come l'ha chiamato più propriamente la Banca d'Italia nella sua ultima *Relazione Annuale*, "il cambio del segno monetario", si è concluso con successo ed è pertanto arrivato il momento di fare i primi consuntivi.

Tra gli aspetti più interessanti associati a questo passaggio, vi sono (a) l'andamento della liquidità prima e dopo l'operazione, e (b) l'impatto che può aver avuto sull'inflazione.

FIG. 3.11 – Banconote in Italia e nell'area dell'Euro
(dati giornalieri; consistenze in miliardi di euro)



Fonte: Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2001*, maggio 2002, p. 223.

Rispetto all'influenza dell'operazione sull'andamento della liquidità, conviene far riferimento alla FIG. 3.11, che descrive la dinamica del circolante a partire dal 1999. Risulta evidente che (1) dalla seconda metà del 2001 il valore del circolante è andato rapidamente riducendosi (più velocemente nel totale della zona-Euro che in Italia), per poi (2) risalire di colpo a inizio 2002 quando le banconote in euro si sono aggiunte a quelle nazionali. L'ammontare complessivo del circolante è poi (3) ridisceso molto rapidamente nei primi due mesi del nuovo anno, in concomitanza col ritiro delle vecchie monete. A partire da marzo, invece, nell'insieme della zona-Euro si è manifestata (4) una certa controtendenza (a maggio il valore del circolante è tornato al livello di dicembre).

La riduzione dell'ammontare del circolante avvenuta nella seconda metà del 2001 parrebbe riconducibile allo sforzo di alcuni detentori di anticiparne la conversione in altri strumenti (*Relazione Annuale 2001*, p. 223). Tra l'altro, questa contrazione è risultata comunque elevata soprattutto per le banconote di maggior taglio, principalmente marchi tedeschi, utilizzati anche come investimento di risparmio in paesi, soprattutto europei, non appartenenti alla moneta unica (e utilizzati, si presume, anche dall'economia sommersa).

Al termine del periodo transitorio di gennaio-febbraio, l'ammontare di circolante ha raggiunto una sorta di minimo storico. Non tutte le vecchie banconote risultavano comunque convertite in euro: a fine febbraio ne erano ancora in circolazione 38,6 miliardi di euro, pari al 14% delle consistenze di dicembre; questa quota, poi a maggio, si è ridotta a circa il 6%.

La ripresa del circolante in atto da marzo nella zona-Euro potrebbe, a sua volta, essere riconducibile (1) a una ripresa delle transazioni in contanti (finita la confusione della doppia circolazione il pubblico si è abituato alla nuova moneta e ha ripreso ad usare il contante) e (2) a un incremento dell'investimento del risparmio in banconote; quest'ultima ipotesi sembrerebbe coerente col fatto che la crescita delle banconote di taglio elevato (200 e 500 euro) è bassa ma continua. In Italia, però, a differenza che negli altri paesi, questa ripresa nella domanda di circolante non si è al momento verificata: a maggio 2002 il valore delle banconote e delle monete in circolazione corrispondeva a circa l'85% di quello di dicembre. L'ipotesi che nel nostro paese il pubblico si sia permanentemente abituato a un maggior utilizzo degli strumenti di transazione alternativi al contante (carte di credito, etc.) non sarebbe però confermata secondo la Banca d'Italia (*Relazione Annuale 2001*, p. 224).

Per quanto riguarda invece l'impatto sull'inflazione del passaggio dalle valute nazionali all'euro, vi è una netta discordanza tra l'opinione pubblica corrente – almeno in Italia – e i dati statistici forniti dall'Eurostat, dall'Istat e dagli altri enti. Secondo l'opinione corrente, l'introduzione dell'euro avrebbe provocato un significativo incremento dei prezzi, soprattutto alimentari; secondo gli istituti di statistica, l'aumento dei prezzi effettivamente imputabile all'euro sarebbe molto modesto. La BCE, in accordo con questi ultimi, sostiene che la forte crescita dell'inflazione riscontrata all'inizio del 2002 era soprattutto imputabile (1) alle cattive condizioni atmosferiche che avevano fatto lievitare il prezzo degli alimentari, (2) all'influenza anticipata delle imposte indirette, (3) alla crescita dei prezzi energetici e agli aumenti in alcuni segmenti del settore dei servizi. Di questi, sostiene la Banca, solo l'aumento dei prezzi dei servizi potrebbe avere avuto qualche legame col passaggio all'euro, e, in ogni caso, non ci sarebbe alcuna evidenza di un suo significativo impatto sull'indice complessivo dei prezzi al consumo: secondo i calcoli dell'Eurostat, a gennaio l'incremento dei prezzi effettivamente imputabile all'euro sarebbe infatti compreso tra lo zero e lo 0,16%.

In Italia la crescita dell'inflazione dovuta all'euro sarebbe di 0,3 punti complessivi nei primi quattro mesi dell'anno (*Relazione Annuale 2001*, p. 147). La Banca d'Italia osserva, comunque, che non si può escludere qualche impatto del passaggio all'euro sul prezzo dei prodotti alimentari, la cui valutazione è però al momento molto problematica. La nostra banca centrale ricorda anche che occorre prestare attenzione a non imputare all'introduzione dell'euro quegli aggiustamenti dei listini che le imprese, per comodità, possono aver concentrato in occasione del cambio della moneta, ma che anche senza di esso, avrebbero, comunque, o prima o dopo, attivato. In ogni caso si può osservare che, qualunque indice si utilizzi, l'inflazione *complessiva non è aumentata in modo significativo*, né in Italia né nell'intera zona-Euro: ne consegue che, anche ammettendo che vi possano essere stati significativi incrementi in singoli comparti, la media di prezzi riferita al totale dei beni e dei servizi non può essere significativamente cresciuta per effetto del cambio della moneta (a meno di voler mettere in dubbio la validità di tutte le statistiche sugli indici dei prezzi).

4. L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEI SISTEMI BANCARI*

I processi di integrazione che hanno interessato le economie e i sistemi bancari a seguito del completamento dell'Unione Europea hanno ravvivato l'attenzione nei confronti dei percorsi di internazionalizzazione seguiti dalle istituzioni finanziarie nei paesi occidentali. Sebbene, infatti, la creazione del mercato unico europeo abbia avuto fino ad oggi come effetto evidente soprattutto un'accelerazione dei fenomeni di concentrazione del settore e una ricomposizione delle quote di mercato all'interno dei sistemi nazionali, è opinione diffusa che l'aumento delle dimensioni medie delle banche e la differente struttura assunta dai sistemi bancari incoraggino una crescente apertura internazionale delle banche, guidata da obiettivi di diversificazione dell'attività sotto il profilo geografico e produttivo e dalla ricerca di opportunità di profitto. Il capitolo intende approfondire alcuni connotati recenti delle politiche di espansione *cross border* delle banche europee, con particolare attenzione ai comportamenti delle banche italiane rispetto a quelli dei principali *partners* europei, con l'obiettivo di mettere a fuoco differenze nei modelli e nelle direzioni della penetrazione nei mercati esteri e di segnalarne le possibili relazioni con i processi di consolidamento realizzati di recente nei mercati domestici dai diversi sistemi e con le caratteristiche strutturali degli intermediari.

4.1 Il grado di internazionalizzazione: le possibili definizioni

I processi di internazionalizzazione dei sistemi bancari sono stati esaminati sotto differenti prospettive. Una prima visione privilegia l'analisi dell'attività *cross border* di raccolta e di impiego e la composizione dei portafogli prestati verso prenditori non residenti (talvolta indicata come internazionalizzazione "debole"); una seconda visione privilegia una prospettiva, di internazionalizzazione "forte", che attiene alla localizzazione all'estero delle banche, attraverso sportelli e sussidiarie, e agli investimenti diretti in istituzioni bancarie e finanziarie di altri sistemi; a sua volta questa prospettiva di esame del fenomeno (internazionalizzazione "attiva") può essere ulteriormente qualificata guardando

* A cura di R. Locatelli, A. Patarnello e R. Fratter.

alla presenza di insediamenti di banche estere e al peso delle partecipazioni estere nella proprietà dei sistemi bancari e finanziari nazionali (“internazionalizzazione passiva”). Con riferimento all’attività di intermediazione e alla prestazione di servizi finanziari, può inoltre essere utile una ulteriore classificazione che distingue tra operatività *retail* e attività di *asset management* e di gestione del risparmio, entrambe affidate alla presenza di filiali e sussidiarie localizzate all’estero e intermediazione *wholesale*, di norma realizzata direttamente sui mercati internazionali e, per quote rilevanti, di matrice interbancaria.

Il caso italiano è stato oggetto di studi recenti diretti a valutarne il grado di apertura dal punto di vista dell’intermediazione tradizionale e delle forme di espansione all’estero (De Bonis, Farabullini e Piazza, 2000) e ad analizzarne le politiche di investimento all’estero nel confronto con gli altri sistemi bancari europei (European Central Bank, 2000; De Felice e Revoltella, 2002). Tali analisi confermano il ridotto livello di internazionalizzazione del sistema bancario italiano; i flussi di intermediazione tradizionali risultano ancora contraddistinti dall’elevato peso dell’operatività all’ingrosso di tipo interbancario, anche a motivo del ritardo con cui sono stati rimossi nel nostro paese i vincoli sui movimenti di capitali; l’espansione *cross border* attraverso investimenti diretti appare ancora molto ridotta nel confronto internazionale, sebbene sia caratterizzata rispetto al passato da modelli di insediamento differenti, che privilegiano acquisizioni in istituzioni estere e l’apertura di filiazioni, bancarie e non bancarie, rispetto all’apertura di filiali, e prefigurano la scelta di privilegiare maggiormente rispetto al passato l’attività al dettaglio nei confronti di operatori esteri non bancari.

In questa sede sono esaminate entrambe le tipologie di espansione all’estero delle banche italiane, attraverso il confronto con i principali sistemi (Francia, Germania, Regno Unito, USA e Giappone). Mediante le statistiche prodotte dalla Banca dei Regolamenti Internazionali e le informazioni di fonte Bankscope è possibile:

- (a) valutare la posizione relativa del sistema bancario italiano nell’ambito dell’attività di prestito internazionale, tipicamente con caratteristiche *wholesale*, in una fase caratterizzata da fenomeni di innalzamento del rischio paese in molte aree geografiche;

- (b) offrire un quadro delle scelte di crescita *cross border* nei mercati al dettaglio delle istituzioni italiane attraverso investimenti diretti, che indichi modalità e direzioni dell'espansione nell'ambito di un movimento di consolidamento del settore bancario su scala europea.

4.2 Le tendenze dell'internazionalizzazione dei sistemi bancari

Il completamento del mercato unico europeo sta sollecitando analisi più approfondite in ordine ai processi di consolidamento del settore bancario e finanziario. Nel passato, l'internazionalizzazione delle banche era prevalentemente concentrata su aspetti di composizione dell'intermediazione per aree geografiche e prenditori, anche al fine di valutare le modalità di diversificazione dell'attività di prestito e la rischiosità dei portafogli. Negli anni più recenti, l'espansione all'estero si presenta come elemento delle più generali politiche di crescita delle banche e parte di scelte strategiche finalizzate a ricercare una coerenza tra dimensioni aziendali, mix produttivo e ampiezza dei mercati di riferimento.

Modalità e intensità dell'espansione sui mercati esteri sono analizzate sempre più spesso come parte del processo di consolidamento e delle politiche di diversificazione del settore bancario; il ritmo di penetrazione sui mercati esteri appare in molti casi conseguente alla struttura assunta dai mercati domestici a seguito dell'innalzamento del grado di concentrazione e delle mutate relazioni concorrenziali tra le banche nazionali.

Gli studi recenti hanno indagato il fenomeno privilegiando tre diversi aspetti:

1. le tipologie di istituzioni bancarie maggiormente attive nei processi di internazionalizzazione e le caratteristiche dei rispettivi sistemi bancari;
2. le determinanti delle scelte di internazionalizzazione, riferite sia alle dinamiche del settore che alle caratteristiche dei mercati di insediamento;
3. i modelli e le direzioni dei percorsi di espansione all'estero.

L'obiettivo è stato quello di trarre indicazioni sulla struttura tendenziale del mercato bancario europeo, e, in questo quadro, sulla posizione relativa delle banche italiane, nonché sugli sforzi compiuti dalle maggiori istituzioni europee per indirizzare la crescita dimensionale verso l'acquisizione di quote di attività in

mercati diversi da quello di tradizionale insediamento o per sfruttare, sui nuovi mercati, un vantaggio competitivo derivante da superiori competenze nelle aree di intermediazione più innovative (*asset management* e servizi di gestione dei risparmi).

Per quanto riguarda l'espansione *cross border*, le evidenze statistiche segnalano che essa è stata relativamente modesta per tutti i sistemi bancari europei, se confrontata con le dimensioni ed i ritmi dei processi di consolidamento interni. In molti casi hanno prevalso strategie difensive di concentrazione tendenti a rafforzare il potere di mercato interno ed a creare gruppi leader che assumessero il ruolo di “*national champions*”. (European Central Bank, 2000; Belaisch Kodres, Levy, Ubide, 2001).

L'espansione all'estero nella forma di investimenti diretti ha avuto inoltre intensità differente per i sistemi bancari dell'area europea. Solo alcune maggiori banche appartenenti ai sistemi olandese e svedese figurano come investitori netti nell'area UE; al contrario, le banche appartenenti ai maggiori sistemi (Francia, Germania e Italia) mostrano condizioni di internazionalizzazione più equilibrate con riguardo alla proporzione tra flussi di investimenti in entrata e in uscita e sembrano perseguire modalità di espansione diversificate; esse si concretizzano talvolta nell'acquisizione di partecipazioni minoritarie, spesso in intermediari non bancari, anche al fine di contenere i costi connessi alla presenza di possibili barriere all'efficienza, rappresentate da differenze nello stile di management o nelle culture aziendali e gli oneri di razionalizzazione delle strutture in contesti normativi ancora molto differenti (De Felice e Rivoltella, 2001; Berger, De Young e Udell, 2001).

Le analisi condotte identificano infine, come più attive nei processi di internazionalizzazione, banche che presentano apprezzabili divari positivi di efficienza e di redditività rispetto alle istituzioni *target* o che dispongono di un vantaggio competitivo nello sviluppo di nuove linee di attività, in particolare nell'area dell'intermediazione mobiliare e dell'offerta di servizi *fee based*.

Tra le determinanti di settore sembra evidente una relazione tra la ricerca di sbocchi nei mercati esteri e il grado di concentrazione del sistema domestico. A bassi potenziali di sviluppo dell'attività bancaria domestica sembra ragionevolmente associarsi la ricerca di opportunità sui mercati esteri, con l'obiettivo di stabilizzare i livelli di reddito e di diversificare i portafogli. Con riguardo ai fattori relativi ai

mercati di insediamento, il basso grado di bancarizzazione e le prospettive di crescita dei mercati bancari di insediamento rappresentano, negli ultimi anni, una motivazione all'attività *cross border* più importante del grado di integrazione dei rispettivi sistemi produttivi, un carattere questo che tradizionalmente ha sostenuto scelte di internazionalizzazione bancaria mirate a fornire un'assistenza finanziaria alla clientela imprese con caratteristiche multinazionali (Focarelli e Pozzolo, 2000). Tuttavia è molto rilevante nell'indirizzare i flussi di investimenti diretti delle banche europee la presenza di differenziali normativi e fiscali, che negli ultimi anni ha portato a privilegiare gli insediamenti sulle piazze irlandesi e lussemburghesi.

Infine, dalle indagini citate emergono importanti differenze anche nella direzione dei percorsi di internazionalizzazione, ricollegabili alla tipologia delle banche coinvolte nel processo e agli obiettivi della presenza all'estero. In particolare, le differenze di comportamento sono sensibili tra i gruppi bancari europei *leader*, impegnati in programmi di espansione sui mercati dell'Unione Europea con obiettivi prevalenti di diversificazione dell'attività. Alcune banche definibili di medie dimensioni in una prospettiva europea (banche "super-regionals") hanno perseguito negli ultimi anni politiche di espansione all'estero con una presenza diretta nei mercati emergenti dell'Europa Centrale e Orientale o, nel caso delle banche spagnole, nell'area latino-americana.

L'acquisizione di quote nei mercati al dettaglio in questione è prevalentemente volta allo sviluppo delle linee di attività tradizionali, in primo luogo l'operatività in prestiti. Secondo lo studio già citato di Intesa BCI (De Felice e Rivoltella, 2002) il controllo dell'attività bancaria da parte delle banche europee in tali mercati è ormai maggioritario e la struttura proprietaria è estremamente concentrata: l'80% degli investimenti esteri proviene da soli cinque paesi dell'Unione, e le prime quattro banche europee detengono circa il 55% del totale degli investimenti in partecipazioni.

4.3 I prestiti bancari internazionali

L'evoluzione della struttura dei portafogli prestiti internazionali, ricavabile dalle statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali, offre alcune

indicazioni sul grado di apertura dell'attività bancaria, limitatamente ad un'area di intermediazione che ha caratteri prevalentemente all'ingrosso.

Nell'ultimo triennio la struttura dei portafogli delle banche dichiaranti alla BRI è rimasta sostanzialmente polarizzata sui prestiti alle economie dei paesi sviluppati. La quota destinata ai Paesi in via di sviluppo (PVS) si è solo marginalmente ridimensionata, a vantaggio dei flussi indirizzati verso prenditori localizzati nelle piazze *off-shore*; tale contrazione è il risultato di una diminuzione dei flussi di credito diffusa a tutte le principali aree di mercato ma che ha interessato in modo relativamente più deciso i mercati asiatici e in minor misura i paesi in via di sviluppo dell'America Latina (TAB. 4.1).

**TAB. 4.1 - Composizione dei prestiti bancari internazionali
per aree di mercato (valori in miliardi di dollari USA; valori percentuali)**

Anno	mld. di \$	Paesi sviluppati	Centri off-shore	PVS				
				Africa e M.O.	Asia e Pacifico	Europa	Am. Lat.	Totale
1999	7.193,3	78,6	8,2	1,8	4,2	2,4	3,9	12,2
2000	5.466,3	77,3	9,7	1,8	3,8	2,8	4,6	13,0
2001	5.757,0	78,4	9,7	1,5	3,3	2,7	4,3	11,9

Fonte: Bank for International Settlements, *International Consolidated Banking Statistics*.

Nota: *Am.Lat.* comprende l'area latino-americana e caraibica.

A fronte di tale evoluzione stanno comportamenti differenti dei sistemi bancari dei diversi paesi. Le quote delle banche appartenenti ai principali sistemi sul totale dei prestiti internazionali registrano nel periodo aumenti sensibili; particolarmente significativo è tuttavia, tra le banche europee, il peso delle banche tedesche, che hanno registrato un aumento della quota superiore ai 10 punti percentuali. Le banche italiane mostrano tra tutte, gli incrementi più contenuti, a partire da un peso relativo che è comunque tradizionalmente molto limitato rispetto ai *partners* europei (TAB. 4.2). Le banche tedesche hanno mostrato nel periodo in esame un deciso orientamento dell'attività di prestito verso prenditori appartenenti ai mercati dei paesi sviluppati, come attesta la sensibile crescita della quota di mercato; comportamenti analoghi sembrano caratterizzare le scelte delle istituzioni britanniche e giapponesi, per presumibili obiettivi di contenimento del rischio. Le banche italiane mantengono in questi mercati un peso ridotto e

sostanzialmente stazionario, in relazione alla posizione marginale delle banche italiane sui mercati internazionali.

TAB. 4.2 - Prestiti bancari internazionali per nazionalità delle banche dichiaranti:
totale (valori in miliardi di dollari USA; valori percentuali)

Anno	mld. di \$	F	D	I	UK	USA	J	Altre
1999	7.193,3	9	18	3	6	6	11	48
2000	5.466,3	11	26	4	10	8	17	24
2001	5.757,0	11	28	4	10	8	17	23

Fonte: Bank for International Settlements, *International Consolidated Banking Statistics*.

TAB. 4.3 - Composizione dei prestiti bancari internazionali per banche e mercati di destinazione (valori percentuali)

	mld. di \$	F	D	I	UK	USA	J	Altre
1999								
Paesi sviluppati	5.650,0	8,5	17,9	2,8	5,6	4,4	9,6	51,2
Centri Off-shore	592,5	8,5	13,6	1,9	10,9	7,4	27,3	30,5
Paesi in via di sviluppo	877,2	11,0	19,7	3,3	7,5	11,7	10,0	36,8
di cui:								
Africa e M.O.	126,2	20,8	19,2	3,1	9,0	8,4	4,9	34,5
Asia e Pacifico	304,0	10,7	14,6	0,8	8,6	7,3	21,5	36,4
Europa	170,0	8,4	38,2	4,5	3,6	5,9	2,5	36,9
America Latina	277,1	8,5	14,1	5,4	8,0	21,8	4,1	38,2
2000								
Paesi sviluppati	4.226,3	11,3	27,0	4,0	9,3	6,6	16,3	25,6
Centri Off-shore	529,5	8,9	15,4	2,3	14,5	7,1	33,4	18,4
Paesi in via di sviluppo	710,6	11,5	23,0	5,3	10,3	13,7	10,8	25,4
di cui:								
Africa e M.O.	96,9	23,7	21,8	3,3	15,9	9,9	6,2	19,4
Asia e Pacifico	208,8	13,0	18,9	1,4	12,1	9,9	26,7	18,0
Europa	152,7	7,9	43,7	8,6	4,5	6,8	3,1	25,5
America Latina	252,2	7,9	14,3	7,4	10,1	22,5	4,1	33,7
2001								
Paesi sviluppati	4.514,6	11,0	30,2	3,3	8,6	6,7	15,9	24,4
Centri Off-shore	559,9	8,4	17,6	2,8	16,9	7,2	30,4	16,7
Paesi in via di sviluppo	682,5	11,1	24,7	5,3	9,9	14,6	10,2	24,2
di cui:								
Africa e M.O.	87,9	25,7	23,5	2,8	16,3	9,3	6,4	16,1
Asia e Pacifico	192,6	11,5	20,9	1,3	12,7	11,2	26,0	16,4
Europa	155,2	7,7	46,9	9,1	4,4	6,4	2,2	23,3
America Latina	246,9	7,7	14,1	7,0	9,0	24,4	4,3	33,7

Fonte: Bank for International Settlements, *International Consolidated Banking Statistics*,
(Tavv. 8 e 10), vari anni.

Con riguardo all'attività di finanziamento nei confronti dei paesi in via di sviluppo, la scomposizione per mercati consente di identificare una qualche forma di specializzazione delle banche segnalanti, in parte giustificata dalla tradizionale presenza nelle aree geografiche per motivi storici e dall'importanza relativa dei flussi di interscambio commerciale con i paesi di appartenenza delle banche (TAB. 4.3). Il peso relativo delle banche tedesche è preponderante soprattutto nei mercati del Centro ed Est Europa, e, in minor misura, nell'area africana e medio-orientale, che tuttavia assorbe volumi di credito ridotti rispetto al totale dei finanziamenti indirizzati ai PVS. In questi ultimi mercati è significativa anche la presenza delle banche francesi.

Le banche italiane, infine, appaiono maggiormente orientate nell'ultimo periodo verso i mercati emergenti dell'Europa Centrale e Orientale e verso l'area latino-americana, coerentemente con le linee di espansione tradizionali del nostro sistema bancario.

4.4 Le partecipazioni bancarie sull'estero

L'esame della struttura delle partecipazioni estere al 2001 consente di tracciare un quadro dei percorsi di espansione delle banche maggiormente incentrato sui mercati al dettaglio. Tale approfondimento permette di verificare anche alcune delle indicazioni ricavabili dagli studi prima citati e di mettere a fuoco la posizione relativa delle istituzioni italiane con riguardo al grado di apertura internazionale del sistema, alle modalità di insediamento e alle aree di mercato privilegiate.

A tal fine sono state elaborate le informazioni contenute nel *database* di Bankscope relative alle partecipazioni estere dei primi cinque gruppi bancari di sei sistemi (Italia, Francia, Germania, Regno Unito, Giappone, Stati Uniti), individuati sulla base del livello del *tier* 1 al 2001¹. Le informazioni riguardano il numero e la dimensione delle partecipazioni in banche e in altre istituzioni non bancarie.

Aspetti quantitativi. Le informazioni non sono tuttavia del tutto omogenee con riferimento alla data di rilevazione e ai valori di bilancio. In particolare, il

¹ Si è utilizzata la classifica pubblicata da The Banker a luglio 2001.

totale attivo delle società partecipate è disponibile quasi esclusivamente per le società bancarie e non sempre viene riportata in modo preciso la dimensione della partecipazione detenuta. Per la costruzione delle tabelle sono state perciò selezionate le sole banche e dove necessario sono state avanzate ipotesi sulla dimensione della quota di partecipazione quando questa non era indicata esplicitamente.

TAB. 4.4 – Numero delle partecipazioni estere dei primi 5 gruppi bancari nel 2001

	Totale	banche	non banche	> 98%	banche	non banche
Italia	225	67	158	46	16	30
Francia	956	131	825	270	51	204
Germania	980	152	828	434	63	345
USA	513	59	417	46	15	29
UK	351	96	255	32	16	16
Giappone	80	43	37	39	17	22

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bankscope.

La TAB. 4.4 riporta alcune informazioni aggregate sulle partecipazioni detenute dai primi cinque gruppi dei diversi paesi. Sono evidenziati il numero delle partecipazioni, distinte a seconda che si tratti di banche o di altre società, e il numero delle partecipazioni che superano il 98% (che abbiamo considerato come sostanzialmente totalitarie).

Nella TAB. 4.5 per le sole banche estere partecipate, è calcolato il totale attivo e il totale attivo ponderato per la dimensione della quota detenuta². Quest'ultimo dato offre una misura dell'effettiva rilevanza delle partecipazioni con riferimento alla dimensione dei gruppi di appartenenza. Entrambi i dati sono stati calcolati sia come volume aggregato sia come dimensione media (totale attivo diviso il numero delle partecipazioni in banche).

I modelli di espansione internazionale che emergono dai dati aggregati sono decisamente differenziati, a parte il tratto comune di prevalenza dell'acquisizione di società non bancarie, che solo nel caso del Giappone non è verificato.

² Nei casi in cui l'informazione sulla quota detenuta non era disponibile, si è deciso di trattare la partecipazione come se fosse totalitaria. Il dato ottenuto, dunque, probabilmente sovrastima l'effettiva dimensione ponderata della partecipazione.

Il numero di società partecipate può essere inteso come una *proxy* della complessità dei gruppi. Una posizione di preminenza sotto questo profilo è quella dei gruppi bancari tedeschi e francesi (che presentano rispettivamente 980 e 956 partecipazioni), mentre decisamente più contenuto è il numero delle partecipazioni estere detenute dai primi cinque gruppi giapponesi (80). Se si escludono le banche giapponesi, i primi cinque gruppi bancari italiani detengono il numero più basso di partecipazioni (225).

TAB. 4.5 – Valore dell’attivo delle società bancarie estere partecipate dai primi 5 gruppi bancari nel 2001 (valori in miliardi di dollari USA)

	Totale attivo	Totale attivo ponderato (solo banche)	Attivo medio (solo banche)	Attivo medio ponderato (solo banche)
Italia	1.625,1	123,5	24,3	1,8
Francia	570,6	151,9	4,4	1,2
Germania	6.499,1	1.935,3	42,8	12,7
USA	341,4	280,6	5,8	4,8
UK	1.014,6	945,8	10,6	9,9
Giappone	140,2	68,7	3,3	1,6

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bankscope.

Nota: i dati riferiscono alle sole banche partecipate.

I gruppi bancari tedeschi si distinguono, oltre che per la rilevanza del numero delle partecipazioni detenute, anche per la dimensione delle società partecipate. Con riferimento alle dimensioni della quota partecipativa, la politica seguita dai gruppi tedeschi è abbastanza simile a quella delle istituzioni giapponesi. In entrambi i casi pare infatti diffusa la scelta di acquisizione di quote pressoché totalitarie del capitale (circa il 50% delle partecipazioni detenute è superiore al 98%).

Come anticipato, i gruppi bancari tedeschi, come quelli francesi e quelli statunitensi, paiono privilegiare linee di espansione attraverso società non bancarie, mentre per i gruppi giapponesi sono numericamente rilevanti le partecipazioni in altre banche.

Per i primi cinque gruppi bancari italiani l’incidenza numerica delle partecipazioni in banche è pari a circa il 30%; è interessante osservare che le partecipazioni superiori al 98% rappresentano una quota relativamente modesta.

Nella TAB. 4.6 si riporta, per ciascuno dei gruppi dei paesi esaminati, la dimensione relativa, in termini di totale attivo, delle partecipazioni detenute in

banche estere. Il dato consente qualche riflessione sull'impatto della politica di espansione all'estero. È evidente che una valutazione più precisa dovrebbe fare riferimento anche a indicatori di tipo patrimoniale e di rischio, la cui indisponibilità limita l'analisi condotta. Quanto maggiore è la dimensione della società partecipata rispetto al gruppo di appartenenza, tanto più ampio è una sorta di effetto "leva" sulle dimensioni del gruppo.

TAB. 4.6 - Incidenza dell'attivo delle partecipazioni estere sul totale attivo del gruppo nel 2001 (valori percentuali)

	1	2	3	4	5
Italia	23,6	12,1	20,5	6,2	2,3
Francia	11,8	10,5	18,0	-	8,7
Germania	99,6	31,5	183,7	18,5	7,7
USA	21,3	5,0	3,3	-	0,3
UK	50,6	28,7	2,2	5,1	0,3
Giappone	97,9	8,3	-	4,0	1,2

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bankscope

Nota: I dati si riferiscono alle sole società bancarie partecipate. Il totale attivo della società bancaria partecipata è ponderato per la percentuale di partecipazione.

I dati individuali segnalano anche sotto questo profilo una relativa disomogeneità all'interno dei singoli paesi. Tra le prime cinque istituzioni di ciascuno dei paesi esaminati solo alcune presentano una incidenza particolarmente elevata dell'attivo ponderato delle partecipate bancarie. Tale dato, che deve – lo ricordiamo – essere valutato con cautela, per il carattere parziale dei dati, rivela che in tutti i paesi tendenzialmente poche istituzioni perseguono una politica decisa di internazionalizzazione e che, almeno sulla base degli indicatori qui utilizzati, l'internazionalizzazione delle strutture riflette più una vocazione aziendale che fattori di mercato.

Le aree geografiche di espansione. Un altro profilo di analisi delle politiche di espansione internazionale dei primi cinque gruppi bancari dei diversi paesi è relativo alle aree di espansione. La localizzazione delle società partecipate per aree geografiche consente di evidenziare i paesi o i gruppi di paesi verso i quali si indirizza il processo di espansione. Tali dati congiuntamente a quelli riferiti alle aree di destinazione dei finanziamenti internazionali, consentono di ricostruire le politiche di sviluppo sui mercati esteri delle banche di ciascuno dei paesi osservati.

Un prima osservazione, forse banale, è che le scelte di espansione all'estero dipendono dalla vicinanza geografica e dalle tradizioni storico-culturali. Così, la presenza delle banche giapponesi in Asia è relativamente importante, analogamente a quella delle banche statunitensi nell'America del centro-sud e di quelle francesi in Africa.

Nell'area dell'Unione Europea si segnala la presenza significativa delle banche francesi e di quelle tedesche, che prediligono le partecipazioni totalitarie e con dimensioni significative del totale dell'attivo, mentre abbastanza modesta è la quota delle banche italiane. Mantengono una presenza significativa anche le banche statunitensi. E' da notare che le banche francesi detengono partecipazioni in istituzioni bancarie mediamente più grandi di quelle su cui operano gli altri sistemi.

L'Europa dell'Est vede invece anche la presenza, per una quota non trascurabile in termini di numero di partecipazioni, dei gruppi bancari italiani cui si attribuisce la presenza in istituzioni di dimensioni medie elevate.

Dalle TAB. 4.7/a e 4.7/b è possibile ricavare alcune indicazioni sulle politiche di espansione per aree dei primi cinque gruppi bancari dei singoli paesi.

Per i gruppi bancari italiani si osserva la prevalenza delle partecipazioni, bancarie e non bancarie, detenute nei paesi dell'area euro e nei paesi dell'Europa dell'est, rispettivamente 103 e 52 partecipazioni. Mentre con riferimento alle società partecipate insediate nell'area euro pare prevalente la scelta di detenere partecipazioni superiori al 98%, nei paesi dell'est tale scelta appare meno frequente. L'espansione nell'area dell'Unione Europea è ben più rilevante per i gruppi bancari francesi, i quali sono presenti in quest'area con 497 partecipazioni pari a circa il 52% del totale. Un'analoga percentuale raggiungono le partecipazioni detenute in società con sede nell'Unione Europea nel portafoglio partecipazioni dei primi cinque gruppi bancari inglesi. Se si guarda alla dimensione delle partecipazioni in termini di totale attivo si può rilevare una particolare importanza per gli insediamenti nei mercati del Nord America.

Per le banche francesi risulta importante anche l'espansione nei paesi asiatici (si tratta di 96 partecipazioni, pari a circa il 10% del totale), realizzata prevalentemente attraverso partecipazioni in banche.

TAB. 4.7/a - Numero e localizzazione delle partecipazioni estere dei primi 5 gruppi bancari per nazionalità nel 2001

	Totale	banche	non banche	> 98%	banche	non banche	Totale attivo (solo banche) mld. di \$
Italia							
Area UE	103	32	71	28	11	17	1.555,2
Est Europa	52	16	36	1	1	0	34,7
Altre aree sviluppate (1)	31	7	24	15	4	11	3,7
Centro/Sud America	27	7	20	2	0	2	22,7
Altri paesi (2)	12	5	7	-	0	0	8,8
Totale	225	67	158	46	16	30	1.625,1
Francia							
Area UE	497	22	475	124	10	99	342,9
Est Europa	67	15	52	20	8	12	17,6
Altre aree sviluppate (1)	110	19	91	53	13	40	158,5
Centro/Sud America	30	7	23	16	6	10	821,0
Altri paesi (2)	252	68	184	57	14	43	50,7
Totale	956	131	825	270	51	204	570,5
Germania							
Area UE	381	67	314	191	30	161	2608,4
Est Europa	69	21	48	22	11	10	18,4
Altre aree sviluppate (1)	337	31	306	99	9	90	3776,7
Centro/Sud America	74	8	66	58	5	53	30,2
Altri paesi (2)	119	25	94	64	8	31	65,4
Totale	980	152	828	434	63	345	6.499,1
USA							
Area UE	165	20	145	27	3	24	182,3
Est Europa	39	2	-	1	1	-	5,2
Altre aree sviluppate (1)	49	5	44	1	1	0	4,1
Centro/Sud America	160	16	144	7	3	4	60,2
Altri paesi (2)	100	16	84	10	7	1	89,7
Totale	513	59	417	46	15	29	341,4
UK							
Area UE	182	37	145	8	4	4	138,5
Est Europa	7	2	5	0	0	0	620,0
Altre aree sviluppate (1)	57	24	33	6	3	3	500,5
Centro/Sud America	25	8	17	9	4	5	19,7
Altri paesi (2)	80	25	55	9	5	4	355,3
Totale	351	96	255	30	16	16	1.014,6
Giappone							
Area UE	11	7	4	9	5	4	21,1
Est Europa	0	-	-	-	-	-	-
Altre aree sviluppate (1)	13	7	6	9	4	5	45,3
Centro/Sud America	13	3	10	10	0	10	3,9
Altri paesi (2)	43	26	17	11	8	3	69,9
Totale	80	43	37	39	17	22	140,2

Nota: (1) Nord America e Altri paesi europei; (2) Comprende Asia, Africa e altri.

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bankscope.

I mercati dell'Unione Europea costituiscono un importante area di insediamento anche per le banche tedesche (si tratta di 381 partecipazioni, pari a circa il 39% del totale), che però presentano anche una rilevante espansione nel nord America (si tratta di 299 partecipazioni che rappresentano il 30,5% del totale), realizzata prevalentemente attraverso l'acquisizione di società non bancarie.

TAB. 4.7/b - Attivo medio ponderato delle banche estere partecipate dei primi 5 gruppi bancari per nazionalità nel 2001 (valori in miliardi di dollari USA)

	Totale	Area UE	Est Europa	Centro/Sud America
Italia	123,5	89,7	18,2	11,9
Francia	151,9	89,1	11,6	0,8
Germania	1.935,3	1.199,9	10,5	8,0
USA	280,6	179,5	5,2	60,2
UK	945,8	132,4	0,6	19,3
Giappone	68,7	21,0	-	1,1

Fonte: nostre elaborazioni su dati Bankscope

La mappa degli investimenti esteri delle banche europee sembra confermare che i processi di espansione all'estero hanno seguito negli ultimi anni percorsi diversi. Le scelte delle banche nell'intermediazione sui mercati internazionali appaiono relativamente omogenee e guidate da obiettivi di diversificazione dei portafogli e da più classiche esigenze di assistenza all'estero delle imprese clienti a carattere multinazionale; restano differenze tradizionali tra sistemi riconducibili allo *standing* internazionale e alle dimensioni delle banche, e, in generale, a differenze nel grado di apertura dei sistemi bancari motivate dai tempi e dall'intensità dei processi di liberalizzazione nel corso del passato decennio.

Le linee di internazionalizzazione delle banche attraverso investimenti diretti si confermano largamente dipendenti dalle dimensioni e dalle vocazioni aziendali, ma sembrano effettivamente influenzate anche da differenze di partenza nella struttura dei sistemi bancari di appartenenza e da possibili divari, in termini di competenze e di capacità di offerta, nei principali segmenti al dettaglio. E' abbastanza chiara una relativa preferenza per l'espansione intra-UE delle maggiori

istituzioni tedesche e francesi, seppure secondo modalità operative diverse, probabilmente incentivata dalle limitate prospettive di crescita dei mercati domestici. Accanto a questa, si registra una propensione verso i mercati emergenti europei, motivata da ragioni di prossimità geografica ma, soprattutto, dalle prospettive di redditività presenti nei segmenti di intermediazione tradizionali. Le scelte di penetrazione attraverso istituzioni non bancarie o interessenze minoritarie in operatori bancari possono essere giustificate dalla opportunità di contenere i costi di processi di concentrazione in senso proprio nell'ambito di istituzioni bancarie, salvaguardando con tale modalità di penetrazione una presenza in taluni segmenti di business ritenuti più profittevoli.

In questo scenario il grado di apertura del sistema italiano appare più ridotto, anche se le scelte dei maggiori gruppi appaiono differenti. Tali differenze possono essere motivati dalla scelta di alcuni gruppi di concentrare gli sforzi sui processi di consolidamento nei mercati domestici; per alcune delle maggiori banche, tuttavia, le scelte di espansione all'estero sembrano meglio delineate a favore dei mercati europei dell'Europa centrale e orientale, dove la penetrazione appare più agevole e redditizia per i margini di sviluppo offerti dall'intermediazione creditizia e per la presenza di divari positivi nei confronti delle istituzioni *target* in termini di dimensioni e di livelli di efficienza.³

³ Riferimenti bibliografici al capitolo:

Belaisch A., Kodres L., Levy J., Ubide A. (2001), *Euro-Area Banking at Crossroad*, IMF Working Paper
De Bonis R., Farabullini F., Piazza M. (2000), *L'attività internazionale delle banche italiane: una sintesi degli ultimi dieci anni*, "Moneta e Credito", n. 212, dicembre
European Central Bank, (2000), *Merger and Acquisitions Involving the EU Banking Industry. Facts and Implications*, "ECB Occasional Papers", December
De Felice G., Revoltella D. (2002), *Toward a Multinational Bank? European Banks' Growth Strategies*, Collana Ricerche Intesa BCI, Studi e Analisi Finanziaria
Berger A. N., De Young R., Udell G. F. (2001), *Efficiency Barriers to the Consolidation of the European Financial Services Industry*, "European Financial Management", Vol. 7
Focarelli D., Pozzolo A. F. (2000), *The Determinant of Cross Border Bank Shareholdings: an Analysis with Bank-Level Data from OECD Countries*, mimeo, April

5. VERSO IL MERCATO FINANZIARIO UNICO IN EUROPA*

Il processo di integrazione finanziaria in Europa è attualmente in pieno svolgimento. La realizzazione del mercato unico degli strumenti e dei servizi finanziari è stata riconosciuta dalle autorità europee come una priorità nell'agenda delle iniziative comunitarie. La ragione fondamentale risiede nella convinzione che l'integrazione dei mercati possa condurre ad una maggiore efficienza degli stessi, sia attraverso il processo concorrenziale, sia attraverso lo sfruttamento di economie di scala, ove possibile. Di una più elevata efficienza dei mercati e degli intermediari finanziari dovrebbero beneficiare gli utilizzatori dei servizi finanziari: da un lato i risparmiatori, potendo diversificare maggiormente i propri investimenti ed ottenendo remunerazioni più elevate; dall'altro le imprese, ottenendo servizi di finanziamento e di accesso ai mercati finanziari a condizioni meno onerose. In ultima analisi, una maggiore efficienza dei mercati finanziari dovrebbe favorire la crescita economica in Europa, consentendo ai paesi membri di sfruttare pienamente le potenzialità offerte dall'integrazione monetaria, ormai pienamente acquisita.

Nonostante il riconoscimento di questa priorità, il processo di realizzazione del mercato finanziario unico europeo incontra non poche difficoltà. In sintesi, rimangono notevoli segmentazioni tra i mercati nazionali, dovute alle differenze tra le regolamentazioni dei singoli paesi membri dell'Unione: è necessario quindi uno sforzo per armonizzare le norme che regolano l'organizzazione ed il funzionamento dei mercati, la prestazione di servizi finanziari, la finanza d'impresa e la "corporate governance", nonché la materia fiscale. Il superamento di queste segmentazioni si scontra con la difficoltà di raggiungere un compromesso in sede comunitaria sulle specifiche questioni sul tappeto: sotto questo profilo, il processo decisionale delle istituzioni comunitarie non agevola il raggiungimento di risultati concreti in tempi rapidi. Proprio per rendere più efficiente e rapido il processo decisionale, il Consiglio europeo ha incaricato un gruppo di "saggi" ("Comitato Lamfalussy") di individuare modalità specifiche per l'elaborazione e l'approvazione di nuove regole comunitarie in ambito finanziario.

* A cura di A. Baglioni.

5.1 I passi compiuti dal 1999

L'anno di partenza delle fasi più recenti del processo di creazione del mercato finanziario unico in Europa può essere considerato il 1999, per due ragioni: (i) è l'anno in cui è stato approvato il “*Financial Services Action Plan*” (FSAP); (ii) il 1° gennaio 1999 è la data di entrata in vigore dell'UME. Quattro sono i momenti salienti in tale processo:

- l'approvazione del FSAP (maggio 1999);
- il Consiglio europeo di Lisbona (marzo 2000);
- l'approvazione del Rapporto Lamfalussy (febbraio 2001);
- il Consiglio europeo di Barcellona (marzo 2002).

Dopo avere delineato i tratti essenziali di queste quattro fasi, forniremo un quadro aggiornato dello stato di avanzamento nell'elaborazione delle nuove regole, secondo le indicazioni fornite dal sesto Rapporto della Commissione europea sull'attuazione del FSAP (3 giugno 2002).

Il “*Financial Services Action Plan*” (FSAP). L'11 maggio 1999 la Commissione europea approvava il “*Financial Services Action Plan*” (FSAP), il quale identificava le linee-guida per procedere nella creazione del mercato finanziario unico in Europa, indicando obiettivi generali e misure specifiche. Il FSAP indicava tre priorità: A) integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso; B) apertura dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio; C) armonizzazione e rafforzamento delle regole di vigilanza.

I principali campi d'intervento previsti dal FSAP sono i seguenti (il riquadro fornisce una sintesi delle misure previste):

- aggiornare la Direttiva sui Servizi di Investimento (DSI), in modo da tenere conto di nuovi problemi emersi nel corso degli anni recenti, quali ad esempio: l'accesso a distanza di operatori di borsa (*brokers* e *dealers*) ai mercati regolamentati, eliminando qualsiasi barriera all'esercizio *cross-border* di queste attività; l'autorizzazione e la vigilanza sui “sistemi alternativi di negoziazione” (ATS);
- facilitare la raccolta di capitali di rischio su base europea, attraverso: la semplificazione degli adempimenti per gli emittenti; la maggiore uniformità e trasparenza dei principi contabili applicati dalle società;

RIQUADRO n. 2 - Gli interventi previsti dal Financial Services Action Plan (FSAP)
A) Mercati all'ingrosso:

- riforma della Direttiva sui Servizi di Investimento (DSI);
- riforma della Direttiva sui prospetti di offerta pubblica e di ammissione alla quotazione;
- armonizzare le regole sui bilanci societari;
- applicare in modo uniforme e rigoroso la Direttiva sulla finalità del regolamento nei sistemi di negoziazione di valori mobiliari;
- nuova Direttiva riguardante le offerte pubbliche di acquisizione;
- creazione di uno Statuto di società europea;
- nuova Direttiva sulla vigilanza prudenziale dei fondi pensione.

B) Mercati al dettaglio:

- nuova Direttiva riguardante la vendita a distanza di servizi finanziari;
- Comunicazione della Commissione, che fornisca un codice di informazione chiara e comprensibile per gli acquirenti di prodotti finanziari;
- riforma della Direttiva sugli intermediari assicurativi;
- Comunicazione della Commissione sui pagamenti al dettaglio transfrontalieri;
- Libro verde della Commissione sul commercio elettronico dei servizi finanziari.

C) Norme prudenziali e vigilanza:

- nuova Direttiva riguardante la liquidazione delle imprese di assicurazione;
- nuova Direttiva riguardante il risanamento e la liquidazione degli enti creditizi;
- nuova Direttiva riguardante la moneta elettronica;
- riforma della Direttiva sul riciclaggio;
- riforma delle Direttive in materia di requisiti patrimoniali di enti creditizi e di imprese di investimento;
- modifica – attraverso una nuova Direttiva - dei coefficienti di solvibilità previsti nelle Direttive assicurative;
- definizione di regole prudenziali per i conglomerati finanziari.

- facilitare la libera circolazione dei capitali e la libertà di investimento, attraverso: una Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisizione; la definizione di uno Statuto di società europea;

- facilitare gli investimenti *cross-border* dei piccoli risparmiatori, assicurando che essi dispongano di informazioni chiare e affidabili, anche nel caso di vendita a distanza di prodotti finanziari e assicurativi;

- ridurre i costi di transazione per gli investimenti al dettaglio *cross-border*, uniformando il costo e i tempi di esecuzione dei pagamenti (bonifici) transfrontalieri a quelli domestici;

- adeguare la regolamentazione prudenziale e l'esercizio della vigilanza alla realtà di mercati finanziari fortemente integrati e di intermediari che operano in

diversi paesi ed in diversi settori, attraverso: la revisione dei requisiti di solvibilità e delle procedure in caso di insolvenza degli intermediari; l'introduzione di specifiche regole relative ai "conglomerati finanziari"; un rafforzamento della cooperazione tra le autorità nazionali.

Il Consiglio europeo di Lisbona. Il 23-24 marzo 2000 il Consiglio europeo si riuniva a Lisbona, con lo scopo di concordare una strategia comune di sviluppo delle economie dei paesi membri. Tra gli altri temi affrontati nel vertice, figurava il processo di integrazione tra i mercati finanziari in Europa. A questo proposito, le conclusioni prevedevano la realizzazione completa del FSAP entro il 2005. In particolare, venivano individuati come prioritari i seguenti obiettivi:

facilitare l'accesso alla raccolta di capitali su base europea (anche alle piccole-medie imprese), grazie alla creazione di un "passaporto unico" per gli emittenti;

- eliminare le barriere transfrontaliere relative all'investimento in fondi pensione;
- promuovere l'ulteriore integrazione dei mercati dei titoli di Stato;
- migliorare la comparabilità dei bilanci delle imprese;
- intensificare la cooperazione tra le autorità di supervisione dei mercati;
- progredire verso l'adozione di regole comuni in materia di: offerte pubbliche di acquisizione, risanamento e liquidazione degli enti creditizi e delle imprese di assicurazione;
- portare a compimento il "pacchetto" fiscale individuato nel vertice di Helsinki.

Il Rapporto Lamfalussy. Il Rapporto Lamfalussy nasce dall'esigenza di individuare una procedura relativamente rapida per l'elaborazione, l'approvazione e l'applicazione di regole comuni in materia finanziaria. Il Rapporto, elaborato da un Comitato di "saggi" coordinato da A. Lamfalussy (l'Italia era rappresentata da L. Spaventa) venne presentato nel febbraio 2001. Esso delinea un approccio basato su quattro livelli:

- I) La Commissione, previa consultazione con il Consiglio e con il Parlamento europei, adotta proposte di Direttiva (o di altra regolamentazione). In questo stadio occorre raggiungere un consenso sui principi-guida della regolamentazione in oggetto e sui criteri di definizione della stessa.

- II) La Commissione richiede la consulenza tecnica del “*Committee of European Securities Regulators*” (CESR) in merito alla definizione della nuova regolamentazione. Il CESR, a sua volta, si consulta con i partecipanti al mercato, con gli utilizzatori finali, con i consumatori. Successivamente, la Commissione sottopone la proposta di regolamentazione allo “*European Securities Committee*” (ESC). Infine, essa adotta le nuove misure. Durante questo processo, il Parlamento europeo viene tenuto informato e può adottare una risoluzione, qualora ritenga che le misure in corso di approvazione non rispettino i criteri concordati nella fase I): in tale caso, la Commissione deve riconsiderare la sua proposta, tenendo in dovuto conto la posizione espressa dal Parlamento.
- III) IL CESR è incaricato di seguire in dettaglio l'applicazione della nuova regolamentazione, fornendo interpretazioni, raccomandazioni, standard comuni, e curando che l'applicazione della normativa sia uniforme tra i paesi membri.
- IV) La Commissione controlla che gli Stati membri si adeguino alla nuova regolamentazione comunitaria, attraverso il recepimento e l'applicazione della stessa.

La finalità dell'approccio delineato nel Rapporto Lamfalussy è duplice: da un lato, rendere più agevole ed efficiente il processo decisionale in materia di regolamentazione finanziaria; dall'altro, realizzare un coinvolgimento degli agenti direttamente interessati, quali ad esempio gli intermediari (banche, assicurazioni, *securities industry*).

La prima finalità viene perseguita limitando il coordinamento tra Commissione, Consiglio e Parlamento europei alla definizione di principi generali (livello I): questo evita che tali soggetti debbano raggiungere un consenso su tutti i dettagli tecnici della nuova regolamentazione; al contrario, questo primo stadio si dovrebbe limitare alla definizione di un accordo politico, che delinea le linee-guida della regolamentazione e i criteri che dovranno ispirare la formulazione dei dettagli della stessa, che invece è rimandata al livello II).

La seconda finalità viene realizzata grazie alla previsione di un processo di consultazione degli agenti economici interessati alla nuova regolamentazione: di ciò si deve fare carico il CESR, nella fase di definizione dei dettagli tecnici (livello II).

Il Rapporto Lamfalussy prevede la creazione di due nuovi organismi: ESC e CESR. Il primo (*European Securities Committee*) è composto da rappresentanti degli Stati membri, nominati tra esponenti di alto livello dei rispettivi governi, ed è presieduto dalla Commissione. Il suo compito è quello di votare sulla bozza di regolamentazione predisposta dalla Commissione (livello II): solo in caso di approvazione da parte dell'ESC, la Commissione può direttamente procedere ad adottare la nuova regolamentazione; in caso contrario, la proposta della Commissione deve essere approvata dal Consiglio europeo.

Il secondo organismo (*Committee of European Securities Regulators*) è composto dai responsabili degli organismi nazionali di regolazione e supervisione sui mercati finanziari (i quali eleggono il Presidente del Comitato stesso). Esso ha una duplice finalità. Nel livello II), esso contribuisce alla definizione tecnica della nuova regolamentazione, fornendo un apporto di consulenza alla Commissione ed avvalendosi, a sua volta, della consulenza degli operatori interessati. Quest'ultimo aspetto è particolarmente sottolineato nel Rapporto, il quale raccomanda che il processo di consultazione con le parti interessate avvenga secondo procedure predefinite e trasparenti. Nel livello III), esso agisce come organismo autonomo, fornendo interpretazioni della nuova regolamentazione, precisazioni in merito a ulteriori dettagli tecnici (non previsti dalla legge comunitaria) e standard comuni, dando indicazioni agli organismi nazionali che devono produrre atti amministrativi a valle della nuova regolamentazione, confrontando le modalità di applicazione della normativa nei paesi membri: sotto questo profilo, la responsabilità del CESR è quella di assicurare un'applicazione uniforme delle regole europee all'interno della UE.

Il Consiglio europeo di Barcellona. Il 15-16 marzo 2002 il Consiglio europeo si riuniva a Barcellona. Le conclusioni del vertice hanno sottolineato la necessità di progredire nell'integrazione dei mercati finanziari europei. In particolare, esse hanno indicato le seguenti priorità:

- applicazione immediata delle indicazioni contenute nel Rapporto Lamfalussy;
- realizzazione del FSAP, con il raggiungimento della piena integrazione dei mercati delle attività finanziarie entro il 2003 e dei mercati dei servizi finanziari entro il 2005;

- adozione entro il 2002 delle Direttive in materia di: collaterale, abusi di mercato, intermediari assicurativi, vendita a distanza di servizi finanziari, conglomerati finanziari, prospetti informativi, fondi pensione integrativi, standard contabili internazionali (IAS).

5.2 La situazione al giugno 2002

Il 3 giugno 2002 la Commissione europea ha diffuso il suo sesto Rapporto sull'attuazione del FSAP. Da esso emerge un'attuazione parziale di quanto previsto dal FSAP, con alcune misure già adottate ed altre ancora in discussione.

I più significativi risultati raggiunti sono i seguenti:

- adozione della Direttiva e del Regolamento sullo Statuto di società europea (ottobre 2001);
- adozione delle Direttive in materia di: riorganizzazione e liquidazione degli enti creditizi (aprile 2001); riorganizzazione delle imprese di assicurazione (marzo 2001); modifiche ai requisiti di solvibilità delle imprese di assicurazione (marzo 2002);
- modifica della Direttiva sul riciclaggio (dicembre 2001);
- adozione della Direttiva sulla moneta elettronica (settembre 2000);
- comunicazione della Commissione sul mercato unico dei pagamenti (gennaio 2000);
- comunicazione della Commissione sull'e-commerce di servizi finanziari (febbraio 2001).

Oltre a queste misure già adottate, alcune altre sono in fase di approvazione, tra cui:

- il Regolamento sugli standards contabili internazionali (IAS);
- la Direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari.

Al contrario, su altri interventi previsti dal FSAP l'iter di elaborazione ed approvazione è in ritardo. Nel seguito, menzioniamo solo i più importanti temi sui quali l'adozione di un provvedimento è ancora lontana (si contrassegna con un asterisco quelli sui quali la Commissione ha adottato una proposta di Direttiva):

- regole prudenziali per i conglomerati finanziari (*);

- prospetti informativi (*);
- abusi di mercato (*);
- aggiornamento della Direttiva sui Servizi di Investimento;
- offerte pubbliche di acquisizione;
- modifica dei requisiti patrimoniali sulle banche e sulle imprese d'investimento.

Complessivamente, sembra che l'Europa si trovi a metà strada nella realizzazione, sul piano regolamentare, del mercato finanziario unico: significativi progressi sono stati compiuti, ma vi sono ancora numerosi ed importanti problemi da risolvere. In particolare, nel campo del diritto societario, lo Statuto di società europea e l'adozione degli standards contabili internazionali rappresentano rilevanti risultati, a cui si contrappone l'assenza di regole comuni in materia di OPA e di prospetti informativi: solo il superamento di questi ostacoli, insieme all'aggiornamento della Direttiva sui Servizi di Investimento, fornirà un vero impulso alla libera circolazione dei capitali in Europa. Nel campo della trasparenza e della correttezza delle transazioni finanziarie, ai progressi in materia di riciclaggio e di vendita a distanza di prodotti finanziari (compreso l'*e-commerce*), si contrappone la mancanza di una Direttiva sugli abusi di mercato. Infine, sul piano della supervisione prudenziale, ai passi avanti compiuti in tema di riorganizzazione e liquidazione delle banche e delle assicurazioni, si contrappone l'assenza di una normativa specifica sui conglomerati finanziari; inoltre, la riforma dei requisiti patrimoniali si presenta assai complessa e di lunga gestazione.

6. STRUMENTI FINANZIARI E GESTIONE DEL RISPARMIO*

L'evoluzione del mercato degli strumenti finanziari nei primi 5 mesi del 2002 ha confermato la tendenza emersa nel 2001 e connessa con il perdurante ribasso dei corsi azionari: basso ricorso delle imprese al mercato del capitale di rischio; accentuata contrazione del numero di nuove società quotate in borsa; sostanziale stagnazione del volume di scambi di titoli quotati. La disaffezione degli investitori verso gli strumenti con profilo di rischio non nullo è dimostrata anche dal perdurante drenaggio di risorse subito dai fondi comuni di investimento mobiliare e dal trasferimento di risorse, all'interno di tale comparto, verso i fondi monetari.

Nel corso del 2001 e del primo semestre del 2002 l'industria del risparmio gestito ha conosciuto una fase di sostanziale consolidamento dopo la forte ascesa che ne aveva caratterizzato la massa gestita a partire soprattutto dalla seconda metà degli anni Novanta. Si sta altresì manifestando una riallocazione delle risorse gestite verso prodotti caratterizzati da un minore grado di rischio mentre non sta ancora trovando sviluppo l'acquisizione di prodotti con finalità previdenziali da parte delle famiglie.

6.1 Il ricorso delle imprese al mercato dei capitali

Nei primi 5 mesi del 2002 il volume di risorse fresche canalizzate dalla Borsa Italiana, sia mediante aumenti di capitale sociale da parte di società quotate sia mediante risorse raccolte in occasione dell'accesso alla quotazione (Opvs), è stato pari a 1.198 milioni di euro, in forte riduzione (-81,7%) rispetto ai 6.561 milioni di euro osservati nell'anno precedente. La riduzione più marcata ha interessato le Opvs (111 milioni di euro contro i 3.608 dello stesso periodo dell'anno precedente, con una flessione del 96,9%), mentre maggior tenuta hanno mostrato le risorse raccolte con aumenti di capitale (1.087 milioni di euro contro i 2.953 dello stesso periodo dell'anno precedente, con una flessione del 63,2%). Del totale delle risorse complessivamente raccolte, il 90,7% è da ricondurre ad

* A cura di M. Anolli e A. Banfi.

aumenti di capitale (nello stesso periodo dell'anno precedente gli aumenti di capitale avevano rappresentato il 45% del totale delle risorse raccolte). Con riferimento alla ripartizione per segmenti di mercato, si osserva l'assoluta prevalenza della Borsa sia per gli aumenti di capitale (96% del totale, ma era stato oltre il 99% nello stesso periodo dell'anno precedente) sia per le Opvs (100% del totale contro il 97% dello stesso periodo dell'anno precedente).

Il denaro raccolto con aumenti di capitale (TAB. 6.1) nei mercati gestiti da Borsa Italiana SpA (Borsa, Mercato ristretto e Nuovo Mercato) è ammontato a 1.087 milioni di euro a fronte di 4 operazioni (2.953 milioni di euro con 13 operazioni nello stesso periodo del 2001). In lieve riduzione è risultata la dimensione media delle operazioni (271,7 contro i 304,7 milioni di euro dell'anno precedente). In conseguenza dell'inaridimento della raccolta e nonostante la significativa flessione osservata sia nella capitalizzazione sia nel controvalore degli scambi, si è ridotta significativamente anche l'incidenza delle risorse raccolte mediante aumenti di capitale in rapporto sia al controvalore degli scambi del periodo sia alla capitalizzazione di fine periodo. Il primo rapporto è passato da 1,16% del 2001 a 0,41% del periodo in esame (incidenza simile a quella del 2000); mentre il secondo è passato da 1,29% a 0,19%.

**TAB. 6.1 - Flussi di denaro canalizzati dalla borsa italiana
con offerte di azioni**

	2000	2001	2002 gen.-mag.
Aumenti di capitale di soc. quotate			
numero operazioni	31	25	4
denaro raccolto (milioni)	3.793	7.616	1.087
Importo medio (milioni)	122,4	304,7	271,7
In % della capitalizz. di fine periodo	0,5%	1,3%	0,19%
In % degli scambi del periodo	0,4%	1,2%	0,41%
Offerte pubbliche di vendita/sottoscr.			
numero operazioni	48	20	1
denaro raccolto (milioni)	12.967	6.981	111
Importo medio (milioni)	270	349,1	111,0
In % della capitalizz. di fine periodo	1,6%	1,2%	0,02%
In % degli scambi del periodo	1,5%	1,1%	0,04%

Fonte: Borsa Italiana e nostre elaborazioni.

Per quanto riguarda la distribuzione settoriale, il numero contenuto di operazioni non consente di trarre indicazioni generalizzabili; gli aumenti di capitale hanno riguardato comunque esclusivamente società industriali e commerciali (Fiat, Chl, Intek, Gandalf). L'aumento di capitale Fiat ha rappresentato il 94% del totale raccolto.

Nei primi 5 mesi del 2002 (TAB. 6.1) si è avuta una sola operazione di Opvs, per 111 milioni di euro (contro le 20 operazioni per complessivi 6.981 milioni di euro del 2001 e le 48 operazioni per complessivi 12.967 milioni del 2000). L'ammissione a quotazione ha interessato la Borsa, mentre è da luglio del 2001 che nessuna nuova società accede al Nuovo Mercato.

6.2 La gestione del risparmio

Per il terzo anno consecutivo è rimasta sostanzialmente stabile l'entità del patrimonio complessivamente gestito dagli investitori istituzionali (fondi comuni, gestioni patrimoniali, assicurazioni e fondi pensione); tuttavia nel corso del 2002 si osserva un certo ridimensionamento del peso dei fondi comuni a vantaggio soprattutto delle gestioni individuali e delle compagnie di assicurazione.

Al netto degli investimenti tra le diverse categorie di intermediari, a fine 2002 la quota di risparmio affidato in gestione ai fondi comuni (italiani ed esteri) risulta in forte contrazione rispetto all'anno precedente: pur risultando ancora lo strumento preferito dalle famiglie, il peso dei fondi sull'ammontare complessivo del patrimonio in gestione è sceso dal 54,4% al 44,4% (TAB. 6.2) a motivo sia di un consistente deflusso di risparmio sia del perdurante deprezzamento dei corsi dei titoli in portafoglio.

In crescita risulta invece la quota di tutti gli altri operatori. In particolare, dato il mutato atteggiamento del pubblico (recentemente sempre più orientato verso strumenti poco rischiosi), si è avuto un consistente afflusso di risparmio verso le gestioni individuali di patrimoni, le quali negli ultimi anni hanno privilegiato gli investimenti in strumenti finanziari caratterizzati da un minore grado di rischio (si veda più avanti la TAB. 6.3). Tra gli altri operatori, le compagnie di assicurazione hanno evidenziato un aumento sostenuto delle riserve

tecniche, mentre per quanto riguarda il patrimonio dei fondi pensione la crescita è stata più contenuta relegando questi ultimi ad un ruolo ancora modesto nell'ambito dell'industria del risparmio gestito.

TAB. 6.2 – Peso percentuale di patrimonio gestito per tipologia di operatore

Consistenze al 31/12	Fondi di investimento (1)	G.P.M. (2)	Assicuraz. (2)	Fondi Pensione	Patrimonio Totale
1995	25,0%	36,0%	20,2%	18,9%	100,0%
1996	30,5%	36,4%	18,8%	14,3%	100,0%
1997	40,4%	32,1%	16,8%	10,7%	100,0%
1998	52,8%	25,4%	13,8%	8,0%	100,0%
1999	55,2%	21,0%	18,7%	5,1%	100,0%
2000	54,4%	18,5%	19,5%	7,6%	100,0%
2001	44,4%	24,0%	22,9%	8,7%	100,0%

Note: (1) Sono compresi i fondi esteri e le Sicav; (2) Al netto delle quote dei fondi comuni;

Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni.

Nonostante l'andamento avverso dei mercati dell'ultimo anno, la quota dei prodotti di risparmio gestito nei portafogli delle famiglie risulta ancora in crescita ed ormai allineata a quella degli altri paesi industrializzati (ad eccezione dei paesi anglosassoni). A fine 2001 infatti l'incidenza del risparmio gestito sulle attività finanziarie delle famiglie è risultata pari al 35,3% (contro un valore del 31,7% nel 2000). Diversamente però da quanto accade negli altri paesi, la componente di risparmio con finalità previdenziali è ancora scarsa in Italia e non supera un quarto del risparmio gestito contro valori più elevati (superiori al 50% del patrimonio in gestione) per la Francia, per la Germania e per gli Stati Uniti. Inoltre, se si considerano gli investimenti operati congiuntamente da tutti i soggetti che operano nel risparmio gestito, in Italia risulta ancora modesta l'incidenza nel portafoglio degli investimenti in azioni: a fine 2001 essa era di circa il 18%, inferiore alla quota dell'anno precedente (circa il 23%) contro valori che si attestavano a circa un terzo per la Germania e a poco meno del 50% per Francia e Stati Uniti.

**TAB. 6.3 - Composizione percentuale del portafoglio
dei fondi comuni e delle GPM**

	1997	1998	1999	2000	2001
Fondi Comuni					
Titoli di Stato	58,6	56,1	36,1	30,2	33,2
di cui: BOT	4,7	4,5	1,6	1,0	3,8
BTP	21,9	29,0	20,5	20,2	20,6
CCT	12,7	11,5	8,5	6,1	7,1
Obbligazioni	17,6	19,8	26,0	26,8	32,0
- italiane	1,7	1,2	1,8	2,1	2,9
- estere	15,9	18,6	24,2	24,7	29,1
Azioni	23,7	24,0	37,8	43,0	34,8
- italiane	11,9	11,4	10,0	10,6	7,0
- estere	11,8	12,6	27,8	32,4	27,8
Altre attività finanziarie	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
GPM					
Titoli di Stato	59,0	44,9	31,4	25,8	31,2
di cui: BOT	2,9	2,3	1,2	0,5	0,6
BTP	24,0	24,0	17,4	16,2	21,2
CCT	20,9	12,3	9,2	7,1	7,7
Obbligazioni	14,0	11,0	10,2	10,5	12,9
- italiane	6,3	3,9	4,2	5,5	8,4
- estere	7,7	7,2	6,0	5,0	4,5
Azioni	7,6	6,9	8,9	8,3	7,3
- italiane	5,9	5,2	6,0	5,8	5,3
- estere	1,7	1,7	2,9	2,5	2,0
Altre attività finanziarie	0,2	0,1	0,7	1,2	0,6
Quote di fondi	19,3	37,2	48,8	54,2	48,0
- italiani	18,2	34,6	42,5	44,8	35,6
- esteri	1,1	2,6	6,3	9,4	12,4
Totale attività finanziarie	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia.

Il portafoglio dei fondi e delle gestioni individuali. La composizione del portafoglio dei fondi comuni e delle gestioni patrimoniali a fine 2001 evidenzia lo spostamento dell'*asset allocation* verso strumenti meno rischiosi; spostamento che si è manifestato per tutto l'anno determinando una forte caduta del peso degli investimenti in azioni (scesi dal 43% al 34,8% del portafoglio per i fondi, e dall'8,3% al 7,3% del portafoglio per le gestioni patrimoniali).

Tra i titoli a reddito fisso si segnala che i fondi comuni hanno dato maggior peso agli investimenti in obbligazioni, che sono passate dal 26,8% al

32% del portafoglio, e che continuano a privilegiare le obbligazioni estere (pari al 29,1% del portafoglio contro una quota di solo il 2,9% per le obbligazioni italiane). Nel caso degli investimenti in titoli a reddito fisso delle gestioni patrimoniali l'incidenza maggiore è invece rappresentata dai titoli di stato: 31,2% del portafoglio complessivo contro il 12,9% delle obbligazioni.

Per la prima volta si è assistito alla riduzione della quota dei fondi comuni nel portafoglio delle gestioni patrimoniali: dopo aver raggiunto a fine 2000 l'incidenza massima con un valore pari al 54,2%, il peso delle quote di fondi a fine 2001 si è ridotto (pur mantenendosi su livelli consistenti) al 48%. Va tuttavia segnalato che tale riduzione è attribuibile unicamente alle quote dei fondi italiani (dal 44,8% al 35,6%) mentre le quote dei fondi esteri hanno manifestato un incremento (dal 9,4% al 12,4%). A tale riguardo, nell'ultima Relazione del Governatore della Banca d'Italia si segnala che la quota dei fondi comuni esteri è cresciuta soprattutto per le gestioni operate dalle banche (dal 10,4% al 16,8%) e per quelle operate dalle società di intermediazione mobiliare (dal 31,9% al 45,4%); nel caso invece delle gestioni operate dalle sgr, la riduzione della quota di portafoglio dei fondi comuni italiani è stata compensata dall'incremento della quota in titoli di stato italiani e di obbligazioni italiane.

6.3 Alcune dinamiche evolutive nell'industria del risparmio gestito

Nel corso del 2001 e dei primi mesi del 2002 si sono manifestati dei fenomeni che stanno in qualche modo modificando taluni assetti dell'industria del risparmio gestito.

Prescindendo dai cambiamenti generati dalle modifiche nell'*asset allocation* da parte dei gestori, si possono segnalare i seguenti fenomeni:

- prosecuzione dell'incremento del numero di fondi nonostante il rallentamento dell'afflusso di risorse;
- avvio ed affermazione dei fondi di fondi;
- problematiche di trasparenza con riferimento alle commissioni di gestione;
- affermazione del modello del "gestore unico" con le sgr che ormai detengono la quota maggiore delle gestioni individuali a scapito di quelle bancarie;
- diffusione di prodotti di risparmio gestito a capitale garantito (o protetto).

Il numero di fondi comuni è cresciuto da 183 di fine 1990 a 1.058 di fine 2001; se si tiene conto che nello stesso periodo le società di gestione non hanno subito sostanziali mutamenti (erano 58 a fine 1990 e 61 a fine 2001), si può innanzitutto rilevare che si è trattato di una scelta strategica. Più circostanze hanno contribuito a determinarla: in primo luogo – dato che l’esplosione del numero di fondi è da ricondurre soprattutto alla seconda metà degli anni novanta – essa dipende dalla necessità di assecondare l’esigenza del pubblico che richiede fondi “specializzati” e non più “generalisti” (come potevano essere i fondi azionari, bilanciati e obbligazionari proposti da ciascuna società di gestione fino ai primi anni novanta); d’altro lato un maggior numero di fondi poteva consentire la costruzione di gestioni patrimoniali in fondi relativamente personalizzate attraverso la combinazione di più prodotti standardizzati, quali appunto sono tipicamente i fondi comuni. Inoltre, la rapida crescita dei volumi gestiti dai fondi ha portato in alcuni casi anche a fondi dalle dimensioni ritenute eccessivamente consistenti e quindi di meno agevole gestione: da qui la necessità di costituire nuovi fondi con talune innovazioni soprattutto riguardo alle commissioni e al trasferimento di risorse da un fondo ad un altro della medesima società di gestione.

Accanto a tali considerazioni ne vanno però aggiunte altre riconducibili essenzialmente all’innovazione nella natura dei fondi di investimento; si pensi alla creazione dei fondi flessibili, ovvero alla costituzione di fondi riservati, fondi speculativi e fondi di fondi.

Questi ultimi, tra l’altro, hanno rappresentato l’innovazione più recente ed interessante la quale ha però generato alcune problematiche di un certo rilievo. Come infatti già riportato nello scorso Osservatorio Monetario, costituiscono un serio problema di trasparenza e di correttezza nei rapporti tra gestore di un fondo di fondi e sottoscrittori l’eventuale presenza di accordi di retrocessione delle commissioni di gestione conclusi tra il fondo acquirente e i fondi le cui quote sono oggetto di acquisto; non solo, la presenza di tali accordi può avere effetti distorsivi anche sul piano dell’efficienza e dell’efficacia delle scelte di investimento del gestore.

Con riferimento alla diffusione in Europa dei fondi di fondi, nell’ultima Relazione del Governatore della Banca d’Italia si osserva come sia alquanto diversificata da paese a paese: infatti, rispetto al patrimonio complessivo dei fondi

armonizzati, a fine 2001 quello gestito dai fondi di fondi era pari all'1,8% in Italia contro valori pari, rispettivamente, allo 0,9% in Spagna, al 3% in Germania e al 4,1% nel Regno Unito. Decisamente più consistente era la quota in Belgio (il 13,7%) e in Austria (il 27,5%).

Tra gli eventi che hanno contraddistinto lo sviluppo della nostra industria del risparmio gestito va ricordata l'introduzione anche nel nostro ordinamento del cosiddetto "gestore unico" attraverso l'istituzione e la disciplina della figura della società di gestione del risparmio (sgr). Dopo una iniziale fase di assestamento degli assetti organizzativi (soprattutto delle banche), le sgr hanno assunto un ruolo via via preponderante e nel corso del 2001 è ulteriormente cresciuta la raccolta netta delle gestioni patrimoniali operata dalle sgr mentre si è concentrato il deflusso di risparmio affidato alle gestioni delle banche. Tale circostanza appare come un chiaro indicatore della tendenza ormai relativamente generalizzata che vede i gruppi bancari concentrare presso le proprie sgr lo svolgimento dell'attività di gestione individuale dei patrimoni.

Da ultimo va osservata la recente diffusione di prodotti di risparmio gestito a capitale garantito o protetto. Tale fenomeno appare incontrare l'interesse degli investitori – specialmente retail – che fanno affidamento sulla circostanza che vengono circoscritti i rischi di perdite in conto capitale, manifestatisi in misura consistente negli ultimi 12-18 mesi. Un approfondimento delle caratteristiche e delle potenzialità di questo nuovo prodotto verrà proposto nel prossimo numero di Osservatorio Monetario.

La raccolta del risparmio da parte dei fondi comuni italiani. Nel corso dei primi 5 mesi del 2002 la raccolta netta dei fondi comuni di investimento italiani è stata negativa per 4.734 milioni di euro (contro una raccolta negativa per 20.835 milioni di euro nell'intero anno precedente).

Per quanto riguarda la ripartizione per categorie (TAB. 6.4), la raccolta netta è risultata negativa per tutti i comparti, eccettuati i fondi di liquidità: -1.604 milioni di euro per i fondi azionari (-18.870 milioni nell'intero anno precedente); -3.154 milioni di euro per i fondi bilanciati (-16.271 milioni nel 2001 e +17.250 milioni nel 2000); -10.756 milioni per i fondi obbligazionari (-6.606 milioni nel 2001 e -68.987 nel 2000). I fondi di liquidità hanno avuto una raccolta positiva per 10.914 milioni (+21.788 milioni di euro nel 2001 e +1.041 milioni nel 2000)

mentre per quelli flessibili la raccolta è stata negativa per 134 milioni di euro (-876 milioni nel 2001 e +4.712 milioni nel 2000).

La dinamica della raccolta netta, misurata in percentuale del patrimonio gestito di fine periodo precedente, mostra (TAB. 6.4) valori pari a -1,5% per i fondi azionari, -6,1% per i fondi bilanciati, -5,7% per i fondi obbligazionari, +18,8% per i fondi di liquidità e -2,5% per i fondi flessibili. A livello complessivo, il drenaggio esercitato dalla raccolta netta negativa sul patrimonio netto gestito a fine 2001 è stato pari a -1,2%.

Il fenomeno di maggiore evidenza nell'evoluzione della raccolta netta dei fondi nel periodo in esame è costituito dal peso crescente dei fondi di liquidità, che ormai arrivano a rappresentare anche una quota significativa, circa il 15%, in termini di attività gestite. Si tratta di un veicolo che offre rendimenti "programmaticamente" contenuti e nei confronti del quale lo stesso concetto di gestione è difficilmente impiegabile (essendo sostanzialmente privi di significato concetti quali diversificazione, selezione dei titoli, immunizzazione, ecc.). Nella fase congiunturale recente è stato utilizzato come soluzione di "parcheggio" di risorse.

Ancora una volta, l'industria dei fondi comuni pare aver subito il comportamento degli investitori, spaventati dai pesanti ribassi dei mercati azionari e non attratti dai modesti rendimenti dei fondi obbligazionari; anche in questo caso non si può escludere che tale comportamento potrà avere conseguenze deludenti in futuro, soprattutto quando la quota collocata in fondi di liquidità, per la sua stessa dimensione e per il protrarsi del "parcheggio", comincerà a esercitare un effetto negativo sulla performance complessiva.

Il patrimonio netto complessivo gestito dai fondi comuni di diritto italiano è passato da 409.296 milioni di euro a fine 2001 a 389.910 a fine maggio 2002 (-4,7%); il patrimonio netto dei fondi italiani era pari a 449.988 milioni di euro a fine 2000 (mentre il massimo storico è stato pari a 488.173 milioni di euro a fine marzo 2000). Le diverse categorie di fondi hanno mostrato comportamenti marcatamente differenziati; la variazione del patrimonio gestito (che risente sia della dinamica della raccolta netta sia della variazione del prezzo di valorizzazione degli attivi gestiti) è stata nel corso del periodo esaminato pari a -7,9% per i fondi azionari, a -9,6% per i fondi bilanciati, a -5,9% per i fondi obbligazionari, a +13,2% per i fondi di liquidità e a -19,9% per i fondi flessibili.

TAB. 6.4 - Raccolta netta dei fondi comuni di diritto italiano

Categorie di fondi	2000	2001	gen.-mag. 2002
valori assoluti (in milioni di euro)			
Azionari	39.530	-18.870	-1.604
Bilanciati	17.250	-16.271	-3.154
Obbligazionari	-68.987	-6.606	-10.756
Liquidità	1.041	21.788	10.914
Flessibili	4.712	-876	-134
Totale	-6.454	-20.835	-4.734
in % patrimonio fine periodo precedente			
Azionari	54,5	-17,1	-1,5
Bilanciati	65,3	-14,7	-6,1
Obbligazionari	-51,9	-6,0	-5,7
Liquidità	9,5	19,7	18,8
Flessibili	167,0	-0,8	-2,5
Totale	-2,6	-18,8	-1,2

Fonte: Assogestioni e nostre elaborazioni.

Il peso delle diverse categorie di fondi si è così evoluto nel periodo in esame: i fondi obbligazionari rappresentavano a fine maggio 2002 il 45,5% del patrimonio complessivo (46,1% a dicembre 2001, 42,5% a fine dicembre 2000 e 51,6% a fine 1999); i fondi azionari il 26,1% (27,0% a fine 2001, 34,4% a fine 2000 e 30,9% a fine 1999), i fondi bilanciati il 12,0% (12,7 % a fine 2001, 16,1% a fine 2000 e 11,5% a fine 1999). L'incidenza dei fondi di liquidità era pari al 14,9% (12,5% a fine 2001; 5% a fine 2000, contro il 4,4% a fine 1999) e quella dei fondi flessibili all'1,4% (1,7% a fine 2001 e a fine 2000 e 1,3% a fine 1999). Anche i dati sull'*asset allocation* complessiva confermano la decisa riallocazione del risparmio delle famiglie verso investimenti caratterizzati da rischio contenuto.

La concentrazione del settore, calcolata a livello di gruppo, vede i primi 3 gruppi (rispettivamente SanPaolo-Imi con il 18,7%, IntesaBci con il 18,2% e UniCredito con il 13,8%), detenere a fine 2001 il 50,7% del patrimonio netto complessivo gestito da società di gestione del risparmio italiane (sostanzialmente la stessa quota detenuta a fine 2000 e 2001 e in sensibile aumento rispetto al 45,3% di fine 1999); i primi 5 (comprendendo quindi anche Arca con il 5,6% e gruppo Banca Roma con il 4,8%) rappresentavano il 61,1% (contro il 61,9% a fine 2001 e al 62,5% di fine 2000).

6.4 Gli scambi di titoli quotati

Il controvalore degli scambi di titoli trattati sui mercati regolamentati gestiti dalla Borsa Italiana SpA ha mostrato nel corso dei primi 5 mesi del 2002 un andamento in ulteriore contrazione, con comportamenti differenziati a seconda del segmento di mercato considerato.

Per quanto riguarda gli scambi di azioni quotate (TAB. 6.5) si è osservata una riduzione del controvalore scambiato, pari nel periodo gennaio-maggio 2002 a 241 miliardi di euro, con una media giornaliera pari a 2.298 milioni di euro, in calo del 6,6% rispetto ai 2.460 milioni di euro del 2001 (3.422 milioni in media giornaliera nel 2000). In ulteriore forte declino è risultato il volume di scambi sul mercato ristretto, con scambi complessivi nel periodo pari a 134 milioni di euro e una media giornaliera pari a 1,3 milioni di euro (1,6 milioni in media nel 2001 e 4,6 milioni di euro nel 2000). Il Nuovo Mercato, che era stato caratterizzato da un vero e proprio boom di scambi nel 2000, ha mostrato una flessione nel volume dell'attività molto superiore a quella registrata a livello complessivo, con una media giornaliera pari a 44,5 milioni di euro (in contrazione del 45,5% rispetto agli 81,6 milioni del 2001, mentre la media giornaliera era stata pari a 116 milioni nel 2000).

Il coefficiente di *turnover* - rapporto fra il controvalore degli scambi e la semisomma della capitalizzazione di inizio e fine periodo - per i titoli azionari quotati in borsa è stato nel periodo in esame pari al 99% (annualizzato) contro il 93% del 2001 e il 113% del 2000. Il coefficiente di turnover dei titoli quotati sul Nuovo Mercato ha cessato nel periodo di essere (come era sinora sempre avvenuto) apprezzabilmente superiore alla media di quello osservato sugli altri segmenti del mercato, attestandosi al 101%, in riduzione rispetto al 118% del 2001 e al livello record (pari a 201%) del 2000.

Il mercato dei *covered warrant* ha mostrato una lieve evoluzione (+2,6%), in media giornaliera (pari a 84,6 milioni di euro), rispetto ai livelli osservati nel 2001 (82,5 milioni di euro; nel 2000 la media giornaliera degli scambi su tale segmento era stata pari a 122 milioni di euro).

**TAB. 6.5 - Scambi sui mercati regolamentati gestiti
dalla Borsa Italiana Spa (valori in milioni di euro)**

Strumento	2000	2001	2002 gen. mag.
Azioni italiane borsa	814.735	599.233	236.512
Azioni italiane m. ristretto	1.158	399	134
Azioni italiane NM	29.300	20.372	4.672
Totale azioni	846.226	620.004	241.318
Warrant	2.731	1.151	418
Covered warrant	31.079	20.780	8.887
Obbl.convertibili	1.141	1.624	687
Diritti	354	1.060	80
Obbligazioni	12.089	10.981	4.657
Tit. Stato (Mot)	141.886	126.015	67.608
<i>Strumenti derivati</i>			
Fib30:			
Num. contratti	4.259.350	4.634.329	1.875.460
val. scambi	984.392	829.416	297.262
Mini-Fib:			
Num. contratti	358.439	1.400.135	710.509
val. scambi	16.786	49.359	22.513
Midex:			
Num. contratti	2.044	743	202
val. scambi	176	50	14
Mibo30:			
Num. contratti	2.842.081	2.716.271	810.178
val. scambi	323.166	246.555	63.884
Isoalfa:			
Num. contratti	5.871.013	8.329.533	3.024.574
val. scambi	59.431	56.053	15.906

Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia e Borsa Italiana Spa.

Gli scambi di strumenti a reddito fisso (obbligazioni e titoli di Stato) trattati sul Mot hanno mostrato nel periodo in esame una ripresa, lieve per le obbligazioni e più pronunciata per i titoli di Stato : gli scambi di obbligazioni sono stati pari a 4.657 milioni di euro, con un aumento sulla media giornaliera pari all'1,8% (la media giornaliera è infatti passata da 43,6 milioni di euro a 44,4 milioni); gli scambi su titoli di Stato, pari nel periodo a 67.608 milioni di euro, hanno registrato un aumento in media giornaliera del 28,8% (la media giornaliera è infatti passata da 500 milioni di euro a 644 milioni).

Il valore degli scambi sul contratto Fib30 è stato pari a 297.262 milioni di euro, con media giornaliera (in calo del 14% rispetto all'anno precedente) pari a

2.831 milioni (contro i 3.291 milioni del 2001 e i 3.875 del 2000); sul contratto mini-Fib il controvalore degli scambi è stato pari complessivamente a 22.513 milioni di euro (+9,5% in media giornaliera, passata da 196 milioni di euro a 214 milioni). In progressivo ulteriore inaridimento invece il contratto Midex, sul quale nel periodo sono stati fatti solo 202 contratti (743 nell'intero 2001) per un controvalore complessivo scambiato pari a 14 milioni di euro (50 milioni nell'intero 2001); la media giornaliera degli scambi è stata pari a 130.000 euro, in riduzione di un terzo rispetto alla media giornaliera (già esigua) dell'anno precedente.

Anche le opzioni sul Mib30 (contratto Mibo30) hanno fatto registrare una flessione (-38%) con una media giornaliera del controvalore scambiato passata da 978 milioni di euro nel 2001 a 608 milioni nel periodo in esame (ma la media giornaliera degli scambi era stata pari a 1.273 milioni di euro nel 2000). Solo lievemente inferiore la riduzione del livello di attività (-32%) sul segmento dei contratti di opzione su singoli titoli (contratti Isoalfa), il cui controvalore scambiato è passato da una media giornaliera di 222,4 milioni nel periodo precedente a 151,5 milioni di euro nei primi cinque mesi del 2002.

* * *

Secondo quanto emerge dai dati sopra riportati, l'evoluzione congiunturale non presenta novità di rilievo rispetto all'anno precedente e la nota dominante sembra essere un certo distacco degli investitori dal mercato, senza particolari distinzioni fra i diversi segmenti.

In tale panorama piuttosto negativo, si inseriscono le iniziative di Borsa Italiana tese ad arricchire il quadro dei prodotti negoziabili e delle tecniche di negoziazione. Fra le novità più importanti si segnalano: l'abolizione dei lotti minimi di negoziazione; la modifica al regolamento che consente la negoziazione degli Exchange Traded Funds (ETF), l'introduzione di future su singole azioni.

Dal 14 gennaio 2002 è stato eliminato il lotto minimo di negoziazione per alcune categorie di strumenti finanziari: azioni e quote di fondi chiusi negoziate sul MTA, sul Mercato "After Hours" e sul Mercato Ristretto, mentre le obbligazioni convertibili e i warrant continueranno a essere trattati per lotti minimi. Tale provvedimento consente una maggiore flessibilità di intervento agli investitori, allinea la prassi del mercato italiano a quella dei maggiori mercati

europei e elimina il problema della gestione delle “spezzature” in occasione delle operazioni sul capitale da parte delle società quotate.

Gli Exchange Traded Funds (ETF) sono organismi di investimento collettivo del risparmio a gestione passiva; essi si propongono quindi di replicare la performance di un indice costituendo un paniere ampiamente diversificato di titoli. La peculiarità degli ETF è che le loro quote sono scambiate su un mercato e quindi il loro prezzo è determinato sia dall’interagire di domanda e offerta sia dalla valorizzazione delle azioni presenti in portafoglio. Grazie al fatto che sono gestiti in forma passiva, gli ETF sono gravati generalmente da commissioni di gestione significativamente inferiori a quelle di fondi comuni di investimento mobiliare comparabili per composizione di portafoglio. Gli ETF saranno negoziati sul segmento MTF (Mercato Telematico dei Fondi) della Borsa Italiana, utilizzando la medesima piattaforma di trading del Mta e secondo la modalità unica della negoziazione continua. La liquidità del mercato sarà assicurata dalla presenza per ogni strumento di almeno uno specialist.

Dal prossimo 22 luglio avranno inizio sull’IDEM della Borsa Italiana le negoziazioni di *future* su singole azioni (*stock future*). Gli *stock future* conferiscono al compratore (venditore) l'obbligo di comprare (vendere) una quantità determinata di titoli a un prezzo e a una data prefissati. Il valore di ogni contratto è dato dal prodotto fra prezzo *future* e numero di azioni sottostanti ogni contratto. Il sottostante volume di attività sarà un lotto di titoli pari al quello previsto per i contratti di opzione (Iso-alfa); inizialmente gli *stock future* saranno disponibili sulle azioni: Enel, Eni, Telecom Italia, Tim e Unicredit, che sono state scelte in base a criteri di liquidità e di distribuzione settoriale. A differenza del *future* su indice azionario, il contratto *future* su titoli azionari prevede la consegna degli strumenti finanziari sottostanti; il prezzo di consegna (*settlement price*) è dato dal prezzo di apertura dell'azione sottostante il giorno di scadenza. Gli *stock future* hanno scadenze trimestrali (marzo, giugno, settembre e dicembre) e mensili; l'ultimo giorno di negoziazione è il terzo venerdì del mese di scadenza. Gli orari di negoziazione sono i medesimi in vigore per tutti i contratti negoziati sull’IDEM (9:15 – 17:40). La liquidità del mercato sarà assicurata dalla presenza di *market maker*.